

Giesen, Jannik

Article

Der Einfluss von Leasing auf Bilanzkennzahlen

Leasing - Wissenschaft & Praxis

Provided in Cooperation with:

Universität zu Köln, Forschungsinstitut für Leasing

Suggested Citation: Giesen, Jannik (2011) : Der Einfluss von Leasing auf Bilanzkennzahlen, Leasing - Wissenschaft & Praxis, ISSN 1611-4558, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Köln, Vol. 9, Iss. 1, pp. 5-39

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/60301>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Der Einfluss von Leasing auf Bilanzkennzahlen

Jannik Giesen[#]

Gliederung	Seite
1. Einleitung	6
2. Konzeptionelle Grundlagen	7
2.1 Leasingbilanzierung nach IAS 17	7
2.1.1 Zurechnung des Leasingobjekts	7
2.1.2 Leasingnehmerbilanzierung	9
2.2 Leasingbilanzierung nach der Reform	11
2.3 Relevante Bilanzkennziffern	12
2.3.1 Ratingkennziffern	13
2.3.2 Investorenkennziffern	14
2.3.3 Kennziffern zur Unternehmensbewertung	15
2.4 Auswahl geeigneter Unternehmen	17
2.5 Kennzahlenanalyse bei Bilanzierung nach IAS 17	18
3. Der Einfluss von Leasing auf Bilanzkennziffern	20
3.1 Restriktive Annahmen	20
3.2 Durchführung der Kalkulationen	22
3.3 Kennzahlenanalyse bei Bilanzierung nach der Reform	29
4. Ergebnisse	30
5. Kritische Stellungnahme	35
6. Fazit	37
7. Literaturverzeichnis	38

[#] Studierender der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln im Bachelor-Studiengang.

1. Einleitung

Diese Arbeit beschäftigt sich mit dem Einfluss von Leasing auf Bilanzkennziffern. Dabei steht eine Veränderung der Bilanzierung von Leasingverhältnissen nach IFRS (International Financial Reporting Standards) im Vordergrund, durch die sich Leasing anders auf die Bilanz und entsprechend auf Bilanzkennziffern auswirkt als zuvor. Der Entwurf für diese neue Leasingbilanzierung wurde am 17.08.2010 vom IASB (International Accounting Standards Board) als Standardentwurf im Exposure Draft (ED) 2010/9 „Leases“ veröffentlicht.¹ Dieser ist die Grundlage für einen angestrebten neuen Standard, der letztendlich den seit 1982 geltenden Standard IAS (International Accounting Standard) 17 ablösen soll, der die bisher geltende Bilanzierung von Leasingverhältnissen regelt.² Einer der wichtigsten Ansätze des ED/2010/9 „Leases“ ist die bilanzielle Erfassung aller Leasingverhältnisse, während bei der Bilanzierung nach IAS 17 nicht alle Leasingverhältnisse in der Bilanz berücksichtigt wurden.

Das Ziel dieser Arbeit ist es, die Höhe des Einflusses der neuen Bilanzierung auf Bilanzkennziffern betroffener Unternehmen zu untersuchen. Bilanzkennziffern dienen verschiedenen Bilanzadressaten als Entscheidungshilfe und sind für diese somit entscheidungsrelevant. Daran, dass sich aufgrund der neuen Leasingbilanzierung eine Veränderung gewisser Bilanzkennziffern von Unternehmen ergibt, lässt sich die Relevanz dieses Themas erkennen. In dieser Arbeit wird nicht darauf eingegangen, welchen Einfluss eine Substitution von Fremdkapital durch Leasing auf Bilanzkennziffern hat. Insbesondere werden keine Strategien zur Optimierung von Bilanzkennziffern durch den Einsatz von Leasing erläutert. Außerdem findet keine Beurteilung der Ausprägungen gewisser Bilanzkennziffern statt, sondern lediglich eine relative Betrachtung hinsichtlich der Veränderungen zwischen den verschiedenen Ansätzen der Leasingbilanzierung. Zudem beschränkt sich diese Arbeit auf die Perspektive des Leasingnehmers (LN). Auf eine Darstellung der Bilanzierung von Leasingverhältnissen beim Leasinggeber (LG) sowie auf eine Untersuchung der Auswirkungen der veränderten Leasingbilanzierung auf Seiten des LG wird verzichtet.

¹ Vgl. Kroner / Leuchtenstern / Ranker (2010a), S. 532.

² Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. V.

2. Konzeptionelle Grundlagen

Die Untersuchung der Auswirkungen von Leasing auf Bilanzkennzahlen vor dem Hintergrund der veränderten Leasingbilanzierung nach IFRS erfordert die Erläuterung einiger Grundlagen. Dazu gehören zunächst die relevanten Vorschriften des IAS 17 und des ED/2010/9. Außerdem werden relevante Kennziffern und geeignete Unternehmen ermittelt und eine erste Bilanzanalyse durchgeführt.

2.1 Leasingbilanzierung nach IAS 17

Die Bilanzierung von Leasingverhältnissen nach IFRS wird durch den derzeit geltenden Standard IAS 17 geregelt. Im Folgenden wird zunächst erläutert, bei welchen Vereinbarungen der IAS 17 zur Anwendung kommt. Dann folgt die Darstellung der Vorgehensweise, nach der Leasingobjekte dem LN bzw. dem LG bilanziell zugerechnet werden. Dies ist essentiell für die entsprechende bilanzielle Behandlung eines Leasingverhältnisses. Die Erläuterung der Bilanzierung von Leasingverhältnissen beim LN schließt die Behandlung des IAS 17 ab.

2.1.1 Zurechnung des Leasingobjekts

Laut IAS 17 hat diejenige Partei das Leasingobjekt zu bilanzieren, die nach wirtschaftlicher Betrachtungsweise über dessen Nutzenpotential verfügen kann.³ Das bedeutet, dass die Bilanzierungspflicht mit dem wirtschaftlichen Eigentum einhergeht. Laut IAS 17.7 ist diejenige Partei wirtschaftlicher Eigentümer, der im Wesentlichen die mit einem Vermögenswert verbundenen Chancen und Risiken zuzurechnen sind („risk and reward approach“). Als Chancen sind nach IAS 17.7 beispielsweise der gewinnbringende Einsatz im Wertschöpfungsprozess oder die Partizipation an Wertsteigerungen anzusehen, während Risiken unter anderem mögliche Wertverluste durch technische Überholung oder Verluste durch ungenutzte Kapazitäten sind.⁴

³ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 16.

⁴ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 15 f.

Bei der bilanziellen Zurechnung eines Leasingobjekts sind zwei Fälle zu unterscheiden. Erhält der LN aufgrund der Gestaltung der Leasingvereinbarung auf wesentliche, mit dem Leasingobjekt verbundene Chancen und Risiken in einem Maße Zugriff, das ihn in eine eigentümerähnliche Stellung bringt, so spricht man von einem Finance Lease. Entsprechend ist dem LN das Leasingobjekt bilanziell zuzurechnen. Erhält der LG hingegen im Wesentlichen die mit dem Leasingobjekt verbundenen Chancen und Risiken, so verbleibt das wirtschaftliche Eigentum beim LG, der das Leasingobjekt folglich zu bilanzieren hat. Diese Art der Leasingvereinbarung wird als Operating Lease bezeichnet.⁵

Bei der Bilanzierung von Leasingverhältnissen nach IAS 17 nimmt die Klassifizierung als Finance bzw. Operating Lease wegen der damit verbundenen bilanziellen Zurechnung des Objekts zum LG oder LN eine übergeordnete Stellung ein. Dabei werden in IAS 17.10 und IAS 17.11 Kriterien definiert, deren Erfüllung bzw. Ausprägung das Ergebnis der Klassifizierung einer Leasingvereinbarung bestimmen. Dabei handelt es sich nicht um eindeutige Kriterien, sondern vielmehr um Orientierungshilfen. Die Klassifizierung erfolgt letztlich durch eine Auslegung dieser Kriterien bei einer wirtschaftlichen Betrachtung des konkreten Leasingverhältnisses entsprechend des zentralen IFRS-Grundsatzes, „substance over form“.⁶

Die Kriterien dienen grundsätzlich der Überprüfung des Grades der Übertragung wesentlicher Chancen und Risiken vom LG auf den LN. Anhand dieser Kriterien wird auf die bilanzielle Zurechnung des Leasingobjekts zu einer Partei hingewiesen.⁷ Jedoch gibt es Kriterien im Einzelfall Raum für Ermessensentscheidungen. Zu beachten ist hier, dass die Klassifizierung einer Leasingvereinbarung sowohl beim LN als auch beim LG unabhängig voneinander zu erfolgen hat. Bei unterschiedlichem Informationsstand der Parteien kann es daher vorkommen, dass beide oder auch keine der Parteien das Leasingobjekt bilanzieren muss. Bei der folgenden Betrachtung der Bilanzierung beim LN ist also lediglich die vom LN getroffene Klassifizierungsentscheidung relevant.

⁵ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 16 f.

⁶ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 18 f.

⁷ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 17-20.

2.1.2 Leasingnehmerbilanzierung

Alle folgenden Bilanzierungsregeln gelten für gewöhnliche Leasingvereinbarungen ebenso wie für indirekte Nutzungsrechte nach IAS 17. Es ist hierbei jedoch zu beachten, dass diese Regeln lediglich auf die Leasingkomponente derartiger Vereinbarungen anzuwenden sind. Diese ist vom LN entsprechend zu bestimmen und von anderen Komponenten zu trennen.⁸ Analog ist mit Leasingvereinbarungen zu verfahren, die neben der Gewährung eines direkten Nutzungsrechts weitere Komponenten wie Wartungs-, Schulungs- oder Serviceleistungen enthalten.⁹

Klassifiziert der LN das Leasingverhältnis als Finance Lease, so gilt er als wirtschaftlicher Eigentümer. Die Nutzungsüberlassung des Leasingobjekts durch den LG entspricht somit ökonomisch einem kreditfinanzierten (Raten-) Kauf. Er hat es entsprechend bilanziell wie einen solchen zu behandeln.¹⁰ Das bedeutet, dass er laut IAS 17.20 das Leasingobjekt als Vermögenswert und die Leasingverbindlichkeit als Schuld anzusetzen hat. Das Leasingverhältnis wird in der Bilanz zu Beginn der Laufzeit des Leasingverhältnisses erstmals berücksichtigt.¹¹ Die Höhe, zu der Leasingobjekt sowie Leasingverbindlichkeit beim Erstansatz erfasst werden, entspricht den (fiktiven) Anschaffungskosten des Objekts (beizulegender Zeitwert). Stattdessen kann auch der Barwert der Mindestleasingzahlungen herangezogen werden, wenn dieser geringer ausfällt als der beizulegende Zeitwert des Leasingobjekts.¹²

Bei der Folgebewertung unterscheiden sich Leasingobjekt und Leasingverbindlichkeit in ihrer Behandlungsweise. Das Leasingobjekt, sofern es eine endliche Nutzungsdauer aufweist, wird nach IAS 17.27 planmäßig über seine Nutzungsdauer abgeschrieben. Als Nutzungsdauer wird der Zeitraum ab Beginn der Laufzeit des Leasingverhältnisses angesehen, in dem der LN voraussichtlich wirtschaftlichen Nutzen aus dem Leasingobjekt ziehen wird. Alternativ kann die Laufzeit des Leasingverhältnisses herangezogen werden, wenn nicht mit aus-

⁸ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 105 f.

⁹ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 108.

¹⁰ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 99.

¹¹ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 99 f.

¹² Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 100 f.

reichender Sicherheit von einer späteren Übertragung des zivilrechtlichen Eigentums ausgegangen werden kann. Für die planmäßige Abschreibung ist im konkreten Fall derjenige der beiden möglichen Ansätze zur Ermittlung der Nutzungsdauer anzuwenden, der den geringeren Wert aufweist. Bei gegebenenfalls auftretenden Wertminderungen sind außerplanmäßige Abschreibungen vorzunehmen.¹³

Wird das Leasingverhältnis dagegen durch den LN als Operating Lease klassifiziert, wird das wirtschaftliche Eigentum am Leasingobjekt dem LG zugeordnet. Somit entspricht die Nutzungsüberlassung an den LN eher einem Mietverhältnis, wodurch das Leasingobjekt durch diesen nicht bilanziell zu erfassen ist. Ein als Operating Lease klassifiziertes Leasingverhältnis ist in der Bilanz des LN also nicht abzubilden.¹⁴

Der LN ist verpflichtet, im Anhang gewisse Angaben zu den von ihm eingegangenen Leasingverhältnissen zu machen. Dies ist von hoher Relevanz für den weiteren Verlauf dieser Arbeit, da der Anhang für die später vorgenommenen Kalkulationen die zentrale Informationsquelle darstellt. Bei als Finance Leases klassifizierten Leasingverhältnissen ist der LN unter anderem zu einer Gliederung der in Zukunft zu leistenden Mindestleasingzahlungen nach Fälligkeiten verpflichtet. Dabei werden die entsprechenden Zahlungen, die innerhalb eines Jahres, innerhalb von einem bis fünf Jahren sowie über fünf Jahre nach dem jeweiligen Bilanzstichtag fällig sind, zusammengefasst ausgewiesen. Dazu sind jeweils auch die Barwerte der entsprechend fälligen Zahlungen anzugeben.¹⁵ Darüber hinaus ist ein Ausweis von nominellen Einzahlungen aus unkündbaren Untermietverhältnissen erforderlich.¹⁶ Auch hinsichtlich der als Operating Leases klassifizierten Leasingverhältnisse ist eine analoge Darstellung der nominellen Mindestleasingzahlungen nach Fälligkeiten vorzunehmen.¹⁷ Neben einer

¹³ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 110 f.

¹⁴ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 136 f.

¹⁵ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 133.

¹⁶ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 134.

¹⁷ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 145 f.

Reihe weiterer Angaben sind auch hier die erwarteten Einzahlungen aus unkündbaren Untermietverhältnissen anzugeben.¹⁸

2.2 Leasingbilanzierung nach der Reform

In der Vergangenheit wurde viel Kritik an der geltenden Leasingbilanzierung nach dem IAS 17 geübt. Das gilt insbesondere für die „alles oder nichts“-Bilanzierung („all or nothing approach“) bezüglich der grundverschiedenen Behandlung von als Finance und Operating Leases klassifizierten Leasingverhältnissen.¹⁹ Dieser und weitere Kritikpunkte wurden am 17. August 2010 vom IASB im ED/2010/9 „Leases“ veröffentlicht. Darin wird ein grundlegend neuer Ansatz zur bilanziellen Berücksichtigung von Leasingvereinbarungen eingeführt, der auf die Abschaffung der Off-Balance-Bilanzierung abzielt.²⁰

Der Anwendungsbereich des ED/2010/9 „Leases“ erstreckt sich ähnlich dem des IAS 17 auf jede zeitlich beschränkte, gegen Entgelt gewährte Nutzungsüberlassung eines Vermögenswertes. Insbesondere fallen nun auch Miet- und Pachtverhältnisse unter die Bilanzierungsregeln des ED/2010/9. Diese galten nach IAS 17 nicht als Leasingverhältnisse und wurden demnach nicht nach dessen Regeln behandelt. Im weiteren Verlauf der Arbeit werden Miet- und Pachtverhältnisse zusammen mit den Operating Leases berücksichtigt, jedoch wird aus Gründen der Übersichtlichkeit darauf verzichtet, diese drei Bestandteile immer explizit zu nennen. Stattdessen sollte vom Leser beachtet werden, dass diese im verwendeten Begriff Operating Leases ab dieser Stelle enthalten sind.

Im ED/2010/9 wird der im IAS 17 umfassend zur Anwendung gekommene „Risk-and-Reward“-Ansatz, also die wirtschaftliche Betrachtung der mit dem Leasingobjekt verbundenen Chancen und Risiken, durch den sogenannten „Asset-and-Liability“-Ansatz abgelöst. Dieser sieht die Erfassung der gewährten Rechte am Leasingobjekt als Vermögenswert (Asset) sowie der damit einhergehenden Verbindlichkeit (Liability) in der Bilanz des Leasingnehmers vor. Das bedeutet eine vollständige bilanzielle Erfassung von Leasingverhältnissen und

¹⁸ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 146 f.

¹⁹ Vgl. Kümpel / Becker (2006), S. 207-210.

²⁰ Vgl. Kroner / Leuchtenstern / Ranker (2010a), S. 532.

steht damit in Kontrast zur Vorgehensweise nach dem IAS 17. Insbesondere bedeutet es den Wegfall der Klassifizierungsentscheidung als Finance oder Operating Lease als Basis für die „alles oder nichts“-Bilanzierung, die durch eine gleichartige bilanzielle Behandlung aller Leasingverhältnisse hinfällig wird.²¹ Stattdessen wird bei jedem LN nach dem ED/2010/9 ein sogenanntes Nutzungsrecht (right of use) in Verbindung mit einer entsprechenden Leasingverbindlichkeit angesetzt. Dieses Nutzungsrecht entspricht der Fiktion des Erwerbs eines Rechts zur Nutzung des Leasingobjekts, und hängt mit der Kontrolle über das Objekt zusammen.²²

Beim Erstansatz sind Nutzungsrecht und Leasingverbindlichkeit mit dem Barwert der künftigen Leasingzahlungen zu bewerten. Der Zinssatz, mit dem die zukünftig anfallenden Leasingzahlungen diskontiert werden, sollte vorzugsweise dem der Leasingvereinbarung zugrunde liegenden Kalkulationszinssatz entsprechen. Falls dieser dem LN nicht bekannt ist, kann er jedoch auch durch den geschätzten Grenzfremdkapitalzinssatz des LN substituiert werden. Diese Zugangsbewertung sollte bei Vertragsabschluss des Leasingverhältnisses vorgenommen werden.²³

Die Folgebewertung von Nutzungsrecht und Leasingverbindlichkeit ist grundsätzlich kostenbasiert vorzunehmen. Das Nutzungsrecht wird dabei planmäßig linear über die Nutzungsdauer abgeschrieben. Die Nutzungsdauer entspricht dabei der Leasingdauer beziehungsweise der wirtschaftlichen Nutzungsdauer, falls sich diese über einen kürzeren Zeitraum erstreckt. Die Leasingverbindlichkeit wird in den Folgeperioden nach der sogenannten Effektivzinsmethode unter Beibehaltung des zuvor festgelegten Diskontierungszinses fortgeschrieben.²⁴

2.3 Relevante Bilanzkennziffern

Bei der Jahresabschlussanalyse mithilfe von Bilanzkennziffern sollen Informationen über das entsprechende Unternehmen gewonnen werden, die als Grundlage von Entscheidungen dienen. Da sich der Jahresabschluss an eine Vielzahl

²¹ Vgl. Kroner / Leuchtenstern / Ranker (2010a), S. 532 f.

²² Vgl. Kroner / Leuchtenstern / Ranker (2010a), S. 534.

²³ Vgl. Schmidt / Hartmann-Wendels / Adolph (2010), S. 538.

²⁴ Vgl. Schmidt / Hartmann-Wendels / Adolph (2010), S. 539.

von Stakeholdern (Anspruchsgruppen) eines Unternehmens richtet, wird er von vielen Seiten unter Anwendung von Bilanzkennziffern untersucht.²⁵ Da die unterschiedlichen Stakeholder verschiedene Ziele verfolgen, unterscheiden sich auch die jeweils zur Analyse herangezogenen Bilanzkennziffern. Im Folgenden werden für Ratingagenturen, Finanzinvestoren sowie Analysten jeweils typische Bilanzkennzahlen eingeführt. So kann der Einfluss der veränderten Leasingbilanzierung auf ein breites Spektrum von für verschiedene Bilanzadressaten wichtigen Kennziffern untersucht werden.

2.3.1 Ratingkennziffern

Das Rating von Unternehmen dient im Allgemeinen der Beurteilung ihrer Bonität (Kreditwürdigkeit).²⁶ Durchgeführt werden Ratings zumeist von auf Bonitätsanalysen spezialisierten Ratingagenturen.²⁷ Der mehrstufige Ratingprozess besteht in der Regel aus einer Vielzahl von Kriterien, wodurch eine umfassende Ermittlung der Risiken von Unternehmen angestrebt wird.²⁸ Die Ermittlung des finanziellen Risikos als Teil des Ratingprozesses findet dabei meist durch die Bilanzanalyse anhand von geeigneten Bilanzkennziffern statt.²⁹ Im Rahmen dieser Arbeit werden drei Bilanzkennziffern verwendet, die sich gut zur Plausibilisierung des Rating-Ergebnisses eignen:³⁰

$$(2) \quad \text{Eigenkapitalquote} \quad \frac{\text{Gesamtes Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$(3) \quad \text{Kapitalumschlaghäufigkeit} \quad \frac{\text{Gesamter Umsatz}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$(4) \quad \text{Cash-Flow-Return on Investment}$$

$$\frac{\text{Betriebsergebnis + AfA- usw hr. + Veränd.von Rückstellungen}}{\text{Gesamtkapital}}$$

²⁵ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 53.

²⁶ Vgl. Dähne (2010), S. 80.

²⁷ Vgl. Dähne (2010), S. 82.

²⁸ Vgl. Dähne (2010), S. 88-92.

²⁹ Vgl. Dähne (2010), S. 91.

³⁰ Vgl. Baetge (1994), S. 6.

Beim Cash-Flow-Return on Investment wird für das Betriebsergebnis der EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) angesetzt.

2.3.2 Investorenkennziffern

Im Rahmen dieser Arbeit wird der Investor als potentieller Kapitalgeber für ein Unternehmen eingeordnet. Dabei kann das Kapital den Unternehmen auf verschiedene Arten überlassen werden. Mögliche Kapitalgeber benötigen dabei jeweils unterschiedliche Informationen für ihre Investitionsentscheidung. Daher kommen auch verschiedene Bilanzkennziffern bei der Analyse zur Anwendung. Im Rahmen dieser Arbeit werden in diesem Zusammenhang potentielle Eigenkapital- sowie Fremdkapitalgeber betrachtet. Eigenkapitalgeber stellen dem Unternehmen längerfristig Kapital zur Verfügung. Durch die Bilanzanalyse möglicher Investitionsziele mithilfe von Bilanzkennziffern zielen sie darauf ab, eine angemessene Rendite über den Investitionshorizont zu erhalten.³¹ Eine geeignete Kennziffer zur Einschätzung der langfristigen Rendite einer Eigenkapitalüberlassung ist die Eigenkapitalrentabilität. Diese misst die Rentabilität der in Eigenkapital investierten finanziellen Mittel.³² Bestimmt wird die Eigenkapitalrentabilität anhand folgender Formel:

$$(5) \quad \text{Eigenkapitalrentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{Ø bilanzanalytisches Eigenkapital}}$$

Fremdkapitalgeber stellen einem Unternehmen typischerweise nur für einen befristeten Zeitraum Kapital zur Verfügung. Dafür erwerben sie das Recht auf Erhalt von Zins- sowie von Tilgungszahlungen für das zur Verfügung gestellte Kapital. Entsprechend versuchen potentielle Fremdkapitalgeber durch die Bilanzanalyse an Informationen über das Zielunternehmen zu gelangen, die auf die Fähigkeit zur Leistung von Zins- und Tilgungszahlungen hindeuten. Zur Beurteilung der Fähigkeit zur Zahlung von Zinsen kann beispielsweise die Zinsdeckungsrate herangezogen werden. Diese wird eingesetzt, um die Wahrschein-

³¹ Vgl. Lummert / Schumacher (2009), S. 53.

³² Vgl. Lummert / Schumacher (2009), S. 74.

lichkeit abzuschätzen, mit der ein Unternehmen seinen Zinszahlungen nachkommen kann.³³

$$(6) \quad \text{insd eckungsrate} \quad \frac{\text{EBIT}}{\text{insaufwand}}$$

Die Fähigkeit zu Tilgungszahlungen ist eng mit dem Verschuldungsgrad eines Unternehmens verknüpft, da eine mit einem hohen Verschuldungsgrad einhergehende drohende Zahlungsunfähigkeit die Leistung von Tilgungszahlungen gefährdet.³⁴

$$(7) \quad \text{Verschuldungsgrad} \quad \frac{\text{bilanzanalytisches Fremdkapital}}{\text{bilanzanalytisches Eigenkapital}}$$

2.3.3 Kennziffern zur Unternehmensbewertung

Eine Möglichkeit zur Ermittlung des Unternehmenswertes ist die Betrachtung von bestimmten Eigenschaften relativ zu vergleichbaren anderen Unternehmen. Dabei können entweder die gezahlten Kaufpreise bei kürzlich getätigten Transaktionen oder aktuelle Börsenkurse als Basis verwendet werden. Die Bewertung eines Unternehmens erfolgt durch die Multiplikation einer Bezugsgröße mit einem zuvor ermittelten Multiplikator (Multiple).³⁵ In der Praxis wird die Ermittlung dieser Multiples vorgenommen, indem zunächst vergleichbare Unternehmen bzw. Transaktionen ermittelt werden. Diese werden als Peer Group bezeichnet. Der Multiple wird dann errechnet, indem für alle Mitglieder der Peer Group der Unternehmenswert durch die Bezugsgröße geteilt, und ein Durchschnitt dieser Werte kalkuliert wird.³⁶

Im Rahmen dieser Arbeit werden drei Arten von Multiples in die Untersuchung einbezogen, die in der Praxis häufige Anwendung finden. Die ersten beiden Multiples dienen zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals. Als Basis für deren Berechnung werden aktuelle Börsenkurse herangezogen. Als erstes wird das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) betrachtet, das wie folgt definiert ist:

³³ Vgl. Lummert / Schumacher (2009), S. 71.

³⁴ Vgl. Lummert / Schumacher (2009), S. 68.

³⁵ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 257.

³⁶ Vgl. Gaughan (2011), S. 559.

$$(8) \quad \text{Kurs-Buchwert-Verhältnis} \quad \frac{\text{Marktwert des Eigenkapitals}}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}}$$

Dieses gibt den Preis für eine Einheit bilanzielles Eigenkapital an, den der Markt zu zahlen bereit ist. Der Wert des Eigenkapitals eines betreffenden Unternehmens kann errechnet werden, indem das ermittelte Kurs-Buchwert-Verhältnis mit dem Buchwert des Eigenkapitals dieses Unternehmens multipliziert wird.³⁷

Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch mithilfe des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) ermittelt werden.

$$(9) \quad \text{Kurs-Gewinn-Verhältnis} \quad \frac{\text{Marktwert des Eigenkapitals}}{\text{Jahresüberschuss}}$$

Das KGV sagt aus, welcher Preis für eine Einheit Gewinn am Markt gezahlt werden muss. Analog zum KBV kann auch hier der Wert des Eigenkapitals bezüglich einer Periode ermittelt werden, indem das KGV mit dem Jahresüberschuss des betrachteten Unternehmens multipliziert wird.³⁸

Der dritte Multiple ist für die Bewertung eines ganzen Unternehmens, also für die Ermittlung der Summe von Eigen- und Fremdkapital, vorgesehen. Es handelt sich hierbei um den EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)-Multiple, wobei EBITDA den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen bezeichnet. Zu dessen Berechnung wird folgende Formel verwendet:

$$(10) \quad \text{EBITDA-Multiple} \quad \frac{\text{Unternehmenswert}}{\text{EBITDA}}$$

Der Wert eines Unternehmens kann durch das Produkt von EBITDA-Multiple und EBITDA des betrachteten Unternehmens ermittelt werden.³⁹ Der Unternehmenswert, der zur Berechnung des EBITDA-Multiple herangezogen wird, beruht auf Preisen, die in aktuell durchgeführten Transaktionen gezahlt wurden. Im Verlauf dieser Arbeit wird mangels konkreter Werte angenommen, dass sich der Unternehmenswert beim EBITDA-Multiple aus dem Marktwert des Eigenka-

³⁷ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 265.

³⁸ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 266.

³⁹ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 270.

pitals zuzüglich dem Fremdkapital des Unternehmens bei Bilanzierung nach IAS 17 zusammensetzt.

2.4 Auswahl geeigneter Unternehmen

Um den Einfluss der veränderten Leasingbilanzierung nach ED/2010/9 auf Bilanzkennziffern sinnvoll untersuchen zu können, bedarf es einer Auswahl geeigneter Unternehmen. Dabei muss beachtet werden, dass nur Unternehmen, die ihren Jahresabschluss nach den internationalen Rechnungslegungsvorschriften der IFRS aufstellen, für die Untersuchung in Frage kommen. Im Folgenden werden die Dax-Konzerne als Basis herangezogen, da diese zur Aufstellung eines Konzernabschlusses nach IFRS verpflichtet sind. Deren Verwendung wird außerdem dadurch begünstigt, dass die Konzernabschlüsse leicht zugänglich sind.⁴⁰ Dabei ist jedoch zu beachten, dass die fünf dem Dax zugehörigen Finanzkonzerne aufgrund mangelnder Vergleichbarkeit nicht mit einbezogen werden. Da die ausgewählten Unternehmen in dieser Arbeit Dax-Konzerne sind, werden im weiteren Verlauf die Begriffe Konzern und Unternehmen als Synonym verwendet. Das bedeutet jedoch nicht, dass ein derartiges Vorgehen in einem anderen Zusammenhang ebenfalls zulässig wäre, da zwischen den Begriffen durchaus definitorische Unterschiede bestehen.

Im Rahmen dieser Arbeit können jedoch nicht alle 25 DAX-Konzerne gebührend berücksichtigt werden, daher ist eine weitere Eingrenzung notwendig. Das erklärte Ziel dieser Eingrenzung besteht darin, wenige Dax-Konzerne auszuwählen, die jedoch eine möglichst breite und kontroverse Betrachtung der Thematik erlauben. Um dies effektiv umsetzen zu können, werden die Konzerne hinsichtlich einiger Kriterien verglichen. Dazu dienen die Eigenkapitalquote, das Verhältnis von Leasingverbindlichkeiten zum gesamten Fremdkapital sowie der Anteil von Operating-Leasingverbindlichkeiten zu den gesamten Leasingverbindlichkeiten. Betrachtet werden die Größen im Folgenden jeweils in Bezug auf die Konzernabschlüsse des Geschäftsjahres 2009. Mithilfe eines Vergleichs der jeweiligen Werte mit den Mittelwerten der 25 Dax-Konzerne lässt sich schnell eine geeignete Kombination weniger Konzerne identifizieren.

⁴⁰ Alle verwendeten Konzernabschlüsse stammen von www.ebundesanzeiger.de.

Zur weiteren Untersuchung wurden die BASF SE und die Deutsche Telekom als Mitglieder der Gruppe von Konzernen mit einer durchschnittlichen Eigenkapitalquote ausgewählt. Die SAP AG bildet die Gruppe mit einer überdurchschnittlichen, die Deutsche Lufthansa AG und die Metro AG mit einer unterdurchschnittlichen Eigenkapitalquote.

Unternehmen	Eigenkapital- Quote	Leasingverb./ Fremdkap.	Op. Leasingverb./ Ges. Leasingverb.
BASF	36,30	0,05	0,93
Deutsche Telekom	32,82	0,31	0,91
Lufthansa	23,50	0,34	0,91
Metro	17,80	0,40	0,81
SAP	63,49	0,15	1,00
Durchschnitt Dax 25	34,74	0,19	0,82

Tabelle 1: Eigenschaften der ausgewählten Unternehmen

2.5 Kennzahlenanalyse bei Bilanzierung nach IAS 17

Die Auswirkungen der neuen Leasingbilanzierung auf Bilanzkennziffern sollen untersucht werden, indem die entsprechenden Kennziffern aus den Bilanzen nach IAS 17 sowie nach ED/2010/9 miteinander verglichen werden. Um eine Basis für diesen Vergleich zu schaffen, werden die relevanten Bilanzkennziffern hier zunächst für die nach IAS 17 aufgestellten Bilanzen der ausgewählten Unternehmen im Geschäftsjahr 2009 kalkuliert. Um die Vorgehensweise zu veranschaulichen, wird die Berechnung der Kennziffern an dieser Stelle am Beispiel

der BASF SE erläutert. Die ermittelten Kennziffern der restlichen Konzerne werden aus Gründen der Übersichtlichkeit im Anhang bereitgestellt.⁴¹

Zu Anfang werden die Ratingkennziffern für die BASF SE kalkuliert. Eigenkapitalquote und Kapitalumschlaghäufigkeit lassen sich einfach berechnen, indem die benötigten Größen in die Formeln eingesetzt werden. Das gesamte Eigenkapital (18.609 Mio. €) sowie das Gesamtkapital (51.268 Mio. €) lassen sich aus der Konzernbilanz, der gesamte Umsatz (50.693 Mio. €) aus der Gewinn- und Verlustrechnung des Konzerns ablesen. Zur Berechnung des Cash-Flow-Return on Investment werden zusätzlich die Ausprägungen des EBIT (3.677 Mio. €), der Abschreibungsaufwendungen Aufwand (3.711 Mio. €), der Zuschreibungen (wurden im Geschäftsjahr 2009 nicht vorgenommen) sowie der Veränderungen von Rückstellungen (233 Mio. €) benötigt.

Um die Investorenkennziffern berechnen zu können, sind wieder einige zusätzliche Informationen notwendig. Auch diese Informationen werden dem Jahresabschluss der BASF SE entnommen. Für die Eigenkapitalrentabilität braucht es neben dem Jahresüberschuss (1.655 Mio. €) auch den Buchwert des Eigenkapitals aus der Bilanz des Geschäftsjahres 2008 (18.722 Mio. €), um das durchschnittliche bilanzanalytische Eigenkapital zu ermitteln. Für die Zinsdeckungsrate muss noch der entstandene ins aufwand (734 Mio. €), für den Verschuldungsgrad der bilanzielle Wert des Fremdkapitals (32.659 Mio. €) ermittelt werden.

Um die Multiplikatoren zur Unternehmensbewertung zu berechnen, müssen Marktwerte der Unternehmen in Form von Aktienkursen herangezogen werden. Relevant ist dabei der Aktienkurs zum Bilanzstichtag, also dem 31.12.2009.⁴² Der Marktwert des Eigenkapitals lässt sich ermitteln, indem der relevante Aktienkurs (43,46 €) mit der Anzahl der am 31.12.2009 ausgegebenen Aktien (918.478.694) multipliziert wird. Für die BASF SE entspricht dieser 39.917 Mio. €. Abschließend wird zur Berechnung des letzten Multiples noch das

⁴¹ Die Ergebnisse dieser Kennzahlenanalyse für alle ausgewählten Unternehmen befinden sich im Anhang.

⁴² Alle im Rahmen dieser Arbeit verwendeten Aktienkurse stammen von www.ariva.de/dax-30 und sind zusätzlich im Anhang auf Seite 34 dargestellt.

EBITDA benötigt. Dieses ergibt sich aus der Summe von EBIT und vorgenommenen Abschreibungen.

An dieser Stelle soll unabhängig von der obigen Kennzahlenanalyse noch auf das KGV der Lufthansa AG eingegangen werden. Da diese im Geschäftsjahr 2009 einen negativen Jahresüberschuss (Jahresfehlbetrag) aufweist, fällt auch das KGV negativ aus. In solchen Fällen ist das KGV nicht interpretier- und anwendbar, da dessen negative Ausprägung ansonsten auf einen negativen Unternehmenswert hinweisen würde. Im Falle eines negativen Jahresüberschusses kann jedoch auf Größen wie EBIT oder EBITDA zurückgegriffen werden, die nicht derart starken Schwankungen unterliegen und im Normalfall nicht negativ werden.⁴³

3. Der Einfluss von Leasing auf Bilanzkennziffern

Im Verlauf dieses Kapitels findet die Untersuchung der Bilanzen der ausgewählten Unternehmen durch die veränderte Leasingbilanzierung statt. Dabei werden die Auswirkungen der bilanziellen Berücksichtigung von zuvor als Operating Leases klassifizierten Leasingverhältnissen nach ED/2010/9 abgeschätzt. Das Ziel dieses Kapitels ist die Generierung des für die Kalkulation der Bilanzkennziffern benötigten Zahlenmaterials unter Beachtung zuvor getroffener, vereinfachender Annahmen sowie die Berechnung der Bilanzkennziffern.

3.1 Restriktive Annahmen

Um die Bilanzkennziffern der Unternehmen bei Leasingbilanzierung nach ED/2010/9 berechnen zu können, ist eine Anpassung der Konzernbilanzen notwendig. Im Idealfall sollten hierbei alle Leasingverhältnisse nach den Regeln des ED/2010/9 in der Bilanz abgebildet werden. Allerdings stehen nur begrenzte Informationen über die Anzahl und die Eigenschaften der Leasingverhältnisse der Dax-Konzerne zur Verfügung. Außerdem wären hierzu stellenweise Ermessensentscheidungen und genaue Erwartungen an die Zukunft nötig, daher ist die genaue Abbildung aller Leasingverhältnisse im Rahmen dieser Arbeit nicht möglich. Um jedoch mit den zur Verfügung stehenden Informationen trotz-

⁴³ Vgl. Schacht / Fackler (2010), S. 267.

dem eine grobe Aussage über die Auswirkungen der neuen Leasingbilanzierung treffen zu können, müssen einige beschränkende und vereinfachende Annahmen getroffen werden.

Dies betrifft zunächst die Darstellung der Leasingverhältnisse in den Bilanzen der Konzerne. So werden die Nutzungsrechte im Rahmen dieser Arbeit nicht wie vom ED/2010/9 vorgesehen nach Objektarten aufgeschlüsselt ausgewiesen. Außerdem wird von einer Aufspaltung der Nutzungsrechte in kurz- und langfristige Vermögenswerte abstrahiert. Dies gilt ebenso für die Leasingverbindlichkeiten. Stattdessen werden alle Nutzungsrechte in der Bilanzposition „Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen“ unter den langfristigen Vermögenswerten ausgewiesen. Der Ausweis der Leasingverbindlichkeiten erfolgt unter der Position „Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen“ in den langfristigen Verbindlichkeiten.

Nach IAS 17 als Finance Leases klassifizierte Leasingverhältnisse sind zwar bereits in den entsprechenden Bilanzen enthalten, werden jedoch in der Regel nicht von anderen Vermögenswerten getrennt ausgewiesen. Daher können diese nicht problemlos aus den entsprechenden Bilanzpositionen herausgerechnet werden. Das wäre jedoch nötig, um auch die Finance Leases unter Berücksichtigung der Regeln der neuen Leasingbilanzierung den entsprechenden neuen Bilanzpositionen hinzuzufügen. Im Rahmen dieser Arbeit muss in diesem Zusammenhang angenommen werden, dass sich die Höhe des Bilanzansatzes von Finance Leases nach IAS 17 und ED/2010/9 nicht unterscheidet. Folglich beschränkt sich diese Arbeit auf die Abbildung der bisher nicht bilanziell erfassten, als Operating Leases klassifizierten Leasingverhältnisse.

Da Nutzungsrechte und Leasingverbindlichkeiten beim Erstansatz mit dem Barwert der künftigen Leasingzahlungen zu bewerten sind, ist dieser entsprechend zu ermitteln. Hierfür müssen sowohl der Diskontierungszinssatz als auch der genaue zeitliche Anfall der künftigen Leasingzahlungen über Annahmen festgelegt werden. In diesem Zusammenhang muss außerdem angenommen werden, dass die Operating- und Finance-Leasingverhältnisse der Unternehmen hinsichtlich der Ausprägung des Kalkulationszinssatzes vergleichbar sind.

Nur so ist es möglich, im Rahmen dieser Arbeit plausible Diskontierungszinssätze zum Bilanzansatz von Operating-Leasingverhältnissen zu ermitteln.

Außerdem sind noch Zinsaufwand und Abschreibungen zu nennen. Diese werden zwar voraussichtlich durch die bilanzielle Erfassung aller Leasingverhältnisse beeinflusst. Da die Höhe dieser Effekte jedoch nur schwerlich abgeschätzt werden kann, werden sie aus Gründen der Vereinfachung in den folgenden Untersuchungen vernachlässigt.

Abschließend müssen noch Annahmen hinsichtlich der Gewinngrößen gemacht werden, die zur Berechnung einiger Bilanzkennziffern zur Anwendung kommen. Im Rahmen dieser Arbeit wird angenommen, dass sowohl EBIT als auch Jahresüberschuss nicht durch die veränderte Leasingbilanzierung beeinflusst werden. Diese Größen können in der Realität zwar durchaus durch die neue Leasingbilanzierung beeinflusst werden.⁴⁴ Die genaue Ausprägung dieser Veränderungen kann jedoch durch die zur Verfügung stehenden Informationen in dieser Arbeit nicht genau eingeschätzt werden. Bezüglich des EBITDA wird dagegen angenommen, dass sich dieses nach ED/2010/9 im Vergleich zur Bilanzierung nach IAS 17 erhöht. Beim EBITDA sind bereits alle Einflüsse mit Ausnahme von Zinsen, Steuern und Abschreibungen abgezogen. Somit wurde es auch um den Mietaufwand verringert, mit dem die Operating Leasingverhältnisse nach IAS 17 in das Ergebnis einfließen. Nach ED/2010/9 wird der Aufwand für die entsprechenden Leasingverhältnisse jedoch als Zinsaufwand und Abschreibungen erfasst, die im EBITDA noch nicht berücksichtigt sind. Dies hat zur Folge, dass das EBITDA im Vergleich zur Leasingbilanzierung nach IAS 17 steigt, sofern im betrachteten Unternehmen Operating Leases nach IAS 17 eingegangen wurden.⁴⁵

3.2 Durchführung der Kalkulationen

Die Bilanzen des Geschäftsjahres 2009 der ausgewählten Unternehmen sollen so angepasst werden, dass sie mit den Bilanzen vergleichbar sind, die bei veränderter Leasingbilanzierung erstellt worden wären. Um dies zu erreichen, sol-

⁴⁴ Vgl. Küting / Koch / Tesche (2010), S. 287 f.

⁴⁵ Vgl. Küting / Koch / Tesche (2010), S. 287 f.

len die im jeweiligen Konzernanhang ausgewiesenen Operating-Leasingvereinbarungen als Barwerte in die Bilanz projiziert werden. Die Ermittlung des dafür benötigten Diskontierungszinssatzes erfolgt auf Basis der als Finance Leases klassifizierten Leasingverhältnisse der betrachteten Unternehmen. Da die entsprechenden Verbindlichkeiten im Anhang unter Angabe von Barwerten ausgewiesen werden müssen, lässt sich deren zugrunde liegender Kalkulationszinssatz näherungsweise bestimmen. Hierfür werden zunächst Annahmen bezüglich des genauen zeitlichen Anfalls der Leasingverbindlichkeiten aus Finance Leases getroffen. So lassen sich für jede Periode konkrete Zahlungen identifizieren, die jeweils auf das Jahr 2009 abgezinst werden sollen. Mithilfe der Funktion „iellw ertsuche“ lässt sich dann in Microsoft Excel derjenige Zinssatz ermitteln, der zum Barwert der Zahlungsverpflichtungen aus Finance Leases führt. Dieser Zinssatz stellt einen durchschnittlichen Diskontierungszinssatz über alle Leasingverhältnisse des Unternehmens dar und dient im Folgenden zur Bestimmung des Barwerts der Zahlungsverpflichtungen aus Operating-Leasingverhältnissen. An dieser Stelle werden zunächst die bei den fünf ausgewählten Unternehmen getroffenen Annahmen erläutert und die entsprechenden Kalkulationszinssätze ermittelt. Im weiteren Verlauf des Kapitels werden dann die Barwerte der Operating-Leasingverbindlichkeiten errechnet und in die Bilanzen eingesetzt.

BASF SE	Folge- jahr 1	Folge- jahr 2	Folge- jahr 3	Folge- jahr 4	Folge- jahr 5	Über 5 Jahre	Ge- samt
Nominalwert MLZ	23	27	16	7	6	27	106
Barwert MLZ	17	21	14	6	3	19	80

Tabelle 2: Zeitlicher Anfall der Zahlungen für Finance Leases der BASF SE (in Mio. €)

Bei der BASF SE fällt der Ausweis der zu leistenden Mindestleasingzahlungen im Anhang etwas detaillierter aus als von IAS 17 vorgeschrieben. Dadurch müssen in diesem Fall weniger Annahmen hinsichtlich des zeitlichen Anfalls der Zahlungen getroffen werden. Zwar sind wie in Tabelle 2 dargestellt bereits die

Zahlungen in den ersten fünf Jahren nach dem Bilanzstichtag verfügbar. Jedoch muss noch durch eine Annahme bestimmt werden, wie genau die Zahlungen über fünf Jahre nach dem Bilanzstichtag anfallen. Im Rahmen dieser Arbeit wird angenommen, dass sich die 27 Mio. € gleichmäßig über fünf weitere Perioden aufteilen. Die so anfallenden jährlichen Zahlungen von 5,4 Mio. € ab der fünften Periode scheinen unter Beachtung der Struktur des Zahlungsanfalls der anderen Perioden angemessen zu sein. Der zugrunde liegende Zinssatz wird anhand folgender Formel ermittelt:

$$(11) \quad \frac{23}{(1+i)} + \frac{27}{(1+i)^2} + \frac{16}{(1+i)^3} + \frac{7}{(1+i)^4} + \frac{6}{(1+i)^5} + \frac{5,4}{(1+i)^6} + \frac{5,4}{(1+i)^7} + \dots + \frac{5,4}{(1+i)^{11}} = 80$$

Dabei werden alle anfallenden Zahlungen mit einem konstanten Zinssatz i auf das Jahr 2009 abgezinst. Um den verwendeten Kalkulationszinssatz abschätzen zu können, muss im Ergebnis der angegebene Barwert von 80 Mio. € herauskommen. Bestimmt man das i näherungsweise mithilfe von Microsoft Excel, so ergibt sich ein Diskontierungszinssatz von $i \approx 8,4378 \%$.

Deutsche Telekom AG	Bis 1 Jahr	1 bis 3 Jahre	3 bis 5 Jahre	Ab 5 Jahre	Gesamt
Nominalwert MLZ	231	387	358	1.415	2.391
Barwert MLZ	121	185	204	913	1.423

Tabelle 3: Zeitlicher Anfall der Zahlungen für Finance Leases der Deutschen Telekom AG (in Mio. €)

Auch die Deutsche Telekom AG stellt im Anhang mehr als die von IAS 17 vorgeschriebenen Informationen bereit. So werden die Jahre zwei und drei sowie die Jahre vier und fünf jeweils zusammengefasst. Um wieder eine genaue Aufteilung der Zahlungen auf die Perioden zu erhalten, werden zunächst die Zahlungen von einem bis drei und von drei bis fünf Jahren gleichmäßig aufgeteilt. Es wird also angenommen, dass in den Jahren zwei und drei jeweils 193,5 Mio. € und in den Jahren vier und fünf nach dem Bilanzstichtag jeweils 179 Mio. € an Zahlungen anfallen. Die Zahlung ab fünf Jahren nach dem Bilanzstichtag wird

gleichmäßig auf acht weitere Perioden aufgeteilt. Die sich daraus ergebenden jährlichen Zahlungen von 177 Mio. € werden als Annahme festgelegt, da sie das Niveau der Vorjahre fortsetzen. Die anfallenden Zahlungen werden auch hier wieder auf das Jahr 2009 diskontiert und gleich dem angegebenen Barwert der Mindestleasingzahlungen von 1.423 Mio. € gesetzt. Bei Lösung der Gleichung mit Microsoft Excel ergibt sich ein Kalkulationszinssatz von $i \approx 8,7395 \%$.

Die Lufthansa AG entspricht mit ihren Anhangangaben genau den Ansprüchen von IAS 17. Die entsprechenden Daten sind in Tabelle 4 abgebildet. Es wird angenommen, dass die Zahlungen von 2011 bis 2014 gleichmäßig verteilt sind und sich auch ab dem Jahr 2015 gleichmäßig auf vier weitere Jahre aufteilen. Es fallen also von 2011 bis 2014 jährlich Zahlungen von 64,25 Mio. € und für den Zeitraum von 2015 bis 2018 jeweils 66,5 Mio. € an. Der Kalkulationszinssatz beläuft sich bei einer Ermittlung analog zu den vorherigen Fällen auf ($i \approx 8,5436 \%$).

Lufthansa AG	2010	2011-2014	Ab 2015	Gesamt
Nominalwert MLZ	78	257	266	601
Barwert MLZ	74	202	234	510

Tabelle 4: Zeitlicher Anfall der Zahlungen für Finance Leases der Lufthansa AG (in Mio. €)

Bei der Metro AG verhält es sich ähnlich wie bei der Lufthansa AG, wie die Daten aus Tabelle 5 zeigen. Auch hier wird der gleichmäßige Anfall der Zahlungen zwischen einem und fünf Jahren nach dem Bilanzstichtag angenommen, was einer jährlichen Zahlung von 206 Mio. € entspricht. Die Zahlungen ab dem fünften Jahr werden gleichmäßig über sieben weitere Jahre aufgeteilt, also in jährliche Zahlungen von 214,5 Mio. € pro Jahr. Auch hier wird wieder der Diskontierungszinssatz errechnet, der in diesem Fall $i \approx 7,8827 \%$ entspricht.

Metro AG	Bis 1 Jahr	1 bis 5 Jahre	Über 5 Jahre	Gesamt
Nominalwert MLZ	224	824	1.501	2.549
Barwert MLZ	209	577	823	1.609

Tabelle 5: Zeitlicher Anfall der Zahlungen für Finance Leases der Metro AG (in Mio. €)

Bei der SAP AG liegen keine vergleichbaren Daten vor, da das Unternehmen keine entsprechenden Leasingverhältnisse eingegangen ist. Es ist also nicht möglich, über die Finance-Leasingverbindlichkeiten zu einem geeigneten Diskontierungszinssatz zu gelangen. Es fällt jedoch auf, dass sich die Diskontierungszinssätze der anderen betrachteten Konzerne in einem Korridor zwischen etwa 7,9 % und 8,7 % bewegen. Da auch für die SAP AG ein Zinssatz benötigt wird, soll dieser sich etwa in der Mitte dieses Korridors befinden. Aus Mangel an Alternativen wird hier also ein Diskontierungszinssatz von 8,3 % angenommen.

Da nun für alle im Rahmen dieser Arbeit untersuchten Unternehmen Diskontierungszinssätze vorliegen, kann mit der Errechnung der Barwerte der Operating-Leasingverbindlichkeiten fortgefahren werden. Auch dazu müssen zunächst Annahmen über den genauen zeitlichen Anfall der Leasingzahlungen getroffen werden. Dann können die Zahlungen aller Perioden mit dem Diskontierungszinssatz abgezinst werden, woraus sich der Barwert ergibt.

In Tabelle 6 ist eine Übersicht über den zeitlichen Anfall der Operating-Leasingverbindlichkeiten der ausgewählten Unternehmen abgebildet. Auf diese wird im Folgenden Bezug genommen, wenn Annahmen über den genauen zeitlichen Anfall der Zahlungen getroffen werden. Wie bereits die Zahlungen aus Finance-Leasingverbindlichkeiten werden auch die Zahlungen zwischen dem ersten und dem fünften Jahr nach dem Bilanzstichtag bei allen Unternehmen per Annahme gleichmäßig auf die vier Perioden verteilt. Bei der Deutschen Telekom AG werden jeweils die Zahlungen zwischen einem und drei Jahren gleichmäßig auf die Jahre zwei und drei aufgeteilt; die Zahlungen zwischen drei und fünf Jahren werden gleichmäßig auf die Jahre vier und fünf nach dem Bilanzstichtag aufgeteilt. Die kurzfristigen Zahlungen, die innerhalb des kommen-

den Jahres anfallen, bedürfen keiner weiteren Annahmen. Daher werden im Folgenden für die Konzerne lediglich die Zahlungen ab fünf Jahren nach dem Bilanzstichtag 2009 per Annahme auf konkrete Perioden aufgeteilt. Bestehen darüber hinaus sichere zukünftige Einzahlungen aus Untervermietungen oder Subleases, so wird angenommen, dass diese gleichmäßig über alle Perioden, in denen Zahlungen aus Operating-Leasingverhältnissen anfallen, verteilt werden.

Unternehmen	Bis 1 Jahr	1 bis 3 Jahre	3 bis 5 Jahre	Ab 5 Jahre	Gesamt
BASF	376	632		349	1.357
Deutsche Telekom	2.553	4.195	3.325	14.475	24.548
Lufthansa	537	1.528		263 p.a.	-
Metro	49	123		125	297
SAP	221	374		132	727

Tabelle 6: Zeitlicher Anfall der Zahlungen aus Operating-Leasingverbindlichkeiten der ausgewählten Unternehmen (in Mio. €)

Bei der BASF SE wird angenommen, dass sich die Zahlungen ab fünf Jahren nach Bilanzstichtag gleichmäßig über drei Perioden verteilen. Da insgesamt 13 Mio. € sichere Einzahlungen aus Subleases bestehen, werden Einzahlungen von 1,625 Mio. € in jeder der acht relevanten Perioden angenommen. Für die BASF SE wird der Rechenweg für den Barwert der Operating-Leasingzahlungen im Folgenden beispielhaft dargestellt. Bei den anderen Konzernen erfolgt lediglich die Angabe der Ergebnisse, da die Berechnung analog erfolgt. Der Barwert wird wie folgt errechnet:

$$(12) \quad \frac{376-1,625}{(1+0,0844)} + \frac{158-1,625}{(1+0,0844)^2} + \frac{158-1,625}{(1+0,0844)^3} + \frac{158-1,625}{(1+0,0844)^4} + \frac{158-1,625}{(1+0,0844)^5} \\ + \frac{116,33-1,625}{(1+0,0844)^6} + \frac{116,33-1,625}{(1+0,0844)^7} + \frac{116,33-1,625}{(1+0,0844)^8} \quad 1.013,87$$

Dabei wird von der anfallenden Zahlung jeder Periode die Einzahlung aus Subleases abgezogen. Diese Differenzen werden jeweils unter Verwendung des zuvor ermittelten Diskontierungszinssatzes auf das Jahr 2009 abgezinst. Im Ergebnis beläuft sich der geschätzte Barwert der Mindestleasingzahlungen aus Operating Leases für die BASF SE auf 1.013,87 Mio. €.

Bei der Deutschen Telekom AG werden die Zahlungen ab dem fünften Jahr von 14.475 Mio. € per Annahme gleichmäßig auf neun Jahre verteilt. Es bestehen keine sicheren Einzahlungen aus Untervermietung und Subleases. Bei Diskontierung dieser Zahlungen auf das Jahr 2009 mit dem ermittelten Diskontierungszinssatz von 8,7395 % ergibt sich ein Barwert von 14.445,60 Mio. €.

Bei der Lufthansa AG kann die Verteilung der Zahlungen auf die Perioden nach dem fünften Jahr nach dem Bilanzstichtag auf eine andere Weise vorgenommen werden. Im Anhang des Konzernabschlusses wird die Zahlung von 263 Mio. € p.a. (per annum) in die Bereiche Flugzeuge (14 Mio. € p.a.), diverse Gebäude (186 Mio. € p.a.) und übrige Mietverträge (63 Mio. € p.a.) unterteilt. Da für Flugzeuge Laufzeiten von einem bis neun Jahre angegeben werden, wird die durchschnittliche Restlaufzeit auf fünf Jahre geschätzt. Genauso wird für die durchschnittliche Restlaufzeit der übrigen Mietverträge fünf Jahre angenommen. Da für die Gebäude Laufzeiten bis 30 Jahre angegeben werden, wird die durchschnittliche Restlaufzeit per Annahme auf 20 Jahre fixiert. Es fallen demnach in den Jahren sechs bis zehn nach dem Bilanzstichtag Zahlungen von 263 Mio. € p.a., in den Jahren elf bis 25 nach Bilanzstichtag von 186 Mio. € p.a. für die Gebäude an. Diesen Zahlungen stehen Einzahlungen aus Subleases gegenüber. Diese belaufen sich im ersten Jahr auf elf Mio. €. Die Einzahlungen vom ersten bis zum fünften Jahr von insgesamt 34 Mio. € werden wie zuvor gleichmäßig auf die vier Jahre verteilt. Die angegebenen zwei Mio. € p.a. ab dem fünften Jahr fallen bis zum Jahr 25 nach dem Bilanzstichtag an, was eine

weitere Annahme darstellt. Zur Errechnung des Barwerts werden die Ein- und Auszahlungen wieder verrechnet und mit dem Diskontierungszinssatz von 8,5436 % abgezinst. Das Ergebnis beläuft sich auf 2.963,83 Mio. €.

Die Zahlungen ab dem fünften Jahr werden bei der Metro AG gleichmäßig auf vier Jahre verteilt. Entsprechend werden die Einzahlungen aus Subleases und Untervermietungen von 1.102 Mio. € gleichmäßig auf neun Jahre aufgeteilt. Bei der Berechnung des Barwerts analog zu den vorigen Konzernen ergibt sich ein Wert von 6.293,63 Mio. €.

Bei der SAP AG werden die Zahlungen ab dem fünften Jahr auf zwei Jahre mit je 66 Mio. € aufgeteilt. Die Einzahlungen aus Subleases über 13 Mio. € werden also gleichmäßig auf sieben Jahre aufgeteilt. Entsprechend ergibt sich der Barwert der Operating-Leasingzahlungen als 557,2 Mio. €.

Die oben ermittelten Barwerte werden abschließend in die jeweiligen Konzernbilanzen aufgenommen, indem sie unter der Bilanzposition „Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen“ sowie korrespondierend in den „Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen“ angesetzt werden.⁴⁶ So ist es möglich, die Kennzahlenanalyse bei Bilanzierung nach ED/2010/9 „Leases“ vorzunehmen.

3.3 Kennzahlenanalyse bei Bilanzierung nach der Reform

Im Vorfeld der folgenden Kennzahlenanalyse sollen zunächst die Kennziffern identifiziert werden, die sich durch die oben vorgenommenen bilanziellen Veränderungen unter Beachtung der davor getroffenen Annahmen nicht verändern. Diese müssen als Konsequenz im Rahmen dieses Kapitels nicht neu berechnet werden.

Die Ratingkennziffern unterliegen allesamt einer Veränderung, da sie vom Gesamtkapital abhängen. Dieses wurde bei den betrachteten Konzernen durch die vorgenommenen Kalkulationen beeinflusst. Die Eigenkapitalrendite hingegen muss hier nicht neu kalkuliert werden, da sowohl der Jahresüberschuss als auch das bilanzielle Eigenkapital nicht verändert wurden. Gleiches gilt für die

⁴⁶ Die entsprechend modifizierten Bilanzen befinden sich im Anhang auf den Seiten 34 bis 37.

Zinsdeckungsrate; auch hier bleiben sowohl EBIT als auch der Zinsaufwand durch die vorgenommenen Kalkulationen unberührt. Der Verschuldungsgrad hängt allerdings wieder von geänderten Größen ab, es muss also eine erneute Berechnung vorgenommen werden. Da weder der Marktwert des Eigenkapitals noch das bilanzielle Eigenkapital oder der Jahresüberschuss von den Veränderungen der Bilanzierung berührt sind, werden KBV und KGV von einer weiteren Betrachtung ausgeschlossen. Da jedoch das EBITDA entsprechend der oben getroffenen Annahme durch die neue Bilanzierung erhöht wird, ist eine erneute Berechnung des EBITDA-Multiples nötig.

Auch hier soll die Vorgehensweise am Beispiel der BASF SE erläutert werden. Zur erneuten Berechnung der Ratingkennziffern ist lediglich eine Veränderung des Gesamtkapitals durch die vorgenommenen Kalkulationen zu beachten. Dieses beläuft sich unter Einbeziehung der Operating-Leasingverhältnisse in die Bilanz der BASF SE auf 52.282 Mio. €. Bei den Investorenkennziffern muss, wie oben beschrieben, nur der Verschuldungsgrad erneut kalkuliert werden. Der Wert des Fremdkapitals verändert sich durch die vorgenommenen Kalkulationen auf 33.673 Mio.€. Zur Berechnung des EBITDA nach der neuen Bilanzierung werden dem EBITDA nach IAS 17 die Aufwendungen des Geschäftsjahres 2009 für Operating Leasing, sowie Miet- und Pacht aufwendungen hinzugerechnet. Diese wirken sich bei Bilanzierung nach IAS 17 als Mietaufwand schmälern auf das EBITDA aus, während sie nach dem ED/2010/9 als Zinsaufwand und Abschreibungen im EBITDA noch enthalten sind. So werden bei der BASF SE zum EBITDA nach IAS 17 im Jahr 2009 geleistete Mindestleasingzahlungen von 279 Mio. € hinzugerechnet. Dazu kommen zwei Mio. €, die als bedingte Leasingzahlungen in diesem Zeitraum anfielen. Dann zieht man noch die erhaltenen Einzahlungen für Untervermietungen von vier Mio. € ab.

4. Ergebnisse

Die Ergebnisse dieser Arbeit lassen sich aus den für die ausgewählten Unternehmen ermittelten Kennziffern ableiten, die in den beiden Kennzahlenanalysen bei Bilanzierung nach IAS 17 sowie nach ED/2010/9 ermittelt wurden. Eine direkte Gegenüberstellung der jeweiligen Kennziffern ermöglicht es, den Einfluss der veränderten Leasingbilanzierung auf diese Kennziffern abzulesen. Um die

Ergebnisse vergleichbar und übersichtlich zu gestalten, bietet sich die Darstellung der geschätzten prozentualen Veränderungen der Kennziffern an. In Tabelle 7 sind diese durch die Reform zu erwartenden Veränderungen der Kennziffern für die in der Untersuchung betrachteten Unternehmen dargestellt.

Kennziffer	BASF	Telekom	Luft-hansa	Metro	SAP
Eigenkapitalquote	-1,9395	-10,1575	-10,0967	-15,7504	-3,9983
Kapitalumschlaghäufigkeit	-1,9395	-10,1575	-10,0967	-15,7504	-3,9983
Cash-Flow-Return on Investment	-1,9395	-10,1575	-10,0967	-15,7504	-3,9983
Eigenkapitalrentabilität	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Zinsdeckungsrate	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Verschuldungsgrad	3,1048	16,8296	14,6805	22,7425	11,4069
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kurs-Gewinn-Verhältnis	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
EBITDA-Multiple	-3,6138	-9,5429	-21,6689	-25,7301	-7,8782

Tabelle 7: Veränderungen der Kennziffern der ausgewählten Unternehmen (in Prozentpunkten)

Was bei der Betrachtung der Ergebnisse der Rating- und Investorenkennziffern sofort auffällt, ist die negative Beeinflussung der Kennziffern durch die neue Leasingbilanzierung. Bei den Kennziffern, die von den vorgenommenen Modifikationen betroffen sind, hat dies eine zum Teil enorme Verschlechterung der Ausprägungen zur Folge. Dabei ist zu beachten, dass bei der Berechnung aller drei Ratingkennziffern durch das sich verändernde Gesamtkapital dividiert wird.

Alle anderen einfließenden Größen bleiben konstant. Dadurch ergibt sich für die entsprechenden Kennziffern jedes Unternehmens eine konstante prozentuale Veränderung. Bei der Analyse der Ergebnisse sollen die Unternehmen hinsichtlich der Rating- und Investorenkennziffern analog zum Kapitel 2.4 (Auswahl der Unternehmen) nach der Höhe der Eigenkapitalquote in drei Gruppen betrachtet werden. Die Ergebnisse für die Kennziffern zur Unternehmensbewertung werden gegen Ende des Kapitels dargestellt. Dazu ist jedoch keine differenzierte Betrachtung der Ausprägungen aller Unternehmen vorgesehen; stattdessen werden die Ergebnisse hier allgemeiner gehalten.

Begonnen wird mit der BASF SE und der Deutschen Telekom AG, die jeweils eine durchschnittliche Eigenkapitalquote aufweisen. Sie unterscheiden sich jedoch maßgeblich im Verhältnis von Leasingverbindlichkeiten zum gesamten Fremdkapital. Dieses liegt für BASF bei 5 %, bei der Deutschen Telekom hingegen bei 31 %. Im Ergebnis spiegelt sich dieser Unterschied deutlich wider. Während sich die Ratingkennziffern bei BASF um moderate zwei Prozentpunkte verschlechtern, beläuft sich dieser Effekt bei der Deutschen Telekom auf über zehn Prozentpunkte. Für die Investorenkennziffern ergeben sich weniger eindeutige Ergebnisse. Das liegt vor allem daran, dass für die Eigenkapitalrentabilität und die Zinsdeckungsrate bei Berücksichtigung der vereinfachenden Annahmen keine Veränderung zwischen den verschiedenen Bilanzierungsansätzen auszumachen ist. Der Verschuldungsgrad jedoch bekräftigt die Ergebnisse der Ratingkennziffern, da die Ausprägung der Deutschen Telekom mit einer Zunahme von fast 17 Prozentpunkten deutlich stärker ausfällt als bei BASF mit etwa drei Prozentpunkten.

Die Gruppe mit einer unterdurchschnittlichen Eigenkapitalquote wird von der Deutschen Lufthansa AG und der Metro AG repräsentiert. Auch diese finanzieren sich in hohem Maße durch Operating-Leasingverhältnisse. Entsprechend stark werden die Ratingkennziffern durch die veränderte Leasingbilanzierung beeinflusst. So beläuft sich die Verschlechterung der Ratingkennziffern bei der Metro AG auf fast 16 Prozentpunkte. Dass der negative Einfluss auf die Kennziffern bei der Lufthansa mit etwa zehn Prozentpunkten geringer ausfällt, lässt sich vor allem durch die höhere Eigenkapitalquote sowie den Einsatz eines etwas geringeren Volumens von Operating Leasing erklären. Ebenso steigt der

Verschuldungsgrad als einzige Investorenkennziffer, die eine Veränderung aufweist, bei den beiden bereits relativ hoch verschuldeten Unternehmen besonders stark. So nimmt der Verschuldungsgrad der Metro AG im Vergleich der verschiedenen Bilanzierungsansätze um fast 23, bei der Lufthansa um knapp 15 Prozentpunkte zu.

Die SAP AG vertritt die Gruppe mit einer überdurchschnittlichen Eigenkapitalquote. Neben der geringen Verschuldung weist das Unternehmen ein Verhältnis von Leasingverbindlichkeiten zum gesamten Fremdkapital von etwa 15 % auf. Aufgrund dieser signifikanten Ausprägung erscheint es nicht verwunderlich, dass der Verschuldungsgrad um etwas über elf Prozentpunkte steigt. Die Ratingkennziffern hingegen verschlechtern sich nur um etwa vier Prozentpunkte.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich die Ratingkennziffern bei allen betrachteten Unternehmen verschlechtern. Besonders stark scheint dieser Effekt bei den Unternehmen zu sein, die eine mittlere oder hohe Verschuldung mit einem signifikanten Maß an Operating Leasing kombinieren. Sowohl bei BASF mit einer durchschnittlichen Verschuldung und einer sehr geringen Ausprägung von Operating Leases als auch bei SAP mit einer geringen Verschuldung und einem mittleren Volumen von Operating Leasing halten sich die negativen Veränderungen in Grenzen. Im Gegensatz dazu trifft der negative Einfluss zum Beispiel die Metro AG sehr stark, die sowohl eine hohe Verschuldung aufweist als auch viel über Operating Leasing finanziert. Es ist durchaus möglich, dass die angewandten Kennziffern die Ratingentscheidung beeinflussen und die Operating-Leasingverbindlichkeiten bei Bilanzierung nach IAS 17 nicht berücksichtigt wurden. Die Ergebnisse dieser Arbeit weisen darauf hin, dass nach IFRS bilanzierende Unternehmen nach Inkrafttreten der neuen Leasingbilanzierung mit einer zum Teil spürbaren Verschlechterung ihres Ratings zu kämpfen haben.

Für den Verschuldungsgrad gilt ähnliches wie für die Investorenkennziffern. Auch hier wirkt sich bei den betrachteten Unternehmen eine Kombination von viel Operating Leasing und einer geringen Eigenkapitalquote stark negativ auf die Veränderung des Verschuldungsgrads aus. Geht man einmal davon aus, dass potentielle Fremdkapitalgeber diesen tatsächlich zur Abschätzung der Fä-

higkeit zur Tilgungszahlung durch ein Unternehmen heranziehen, so könnte das für Unternehmen mit diesen Eigenschaften in Zukunft Auswirkungen haben. Beispielsweise könnten diese im schlimmsten Fall Probleme bekommen, Anleihen am Markt zu platzieren. Wahrscheinlicher wäre jedoch eine Steigerung des auf Anleihen oder Kredite zu entrichtenden Risikoaufschlags, was eine Erhöhung der Kapitalkosten bedeuten würde.

Bei den Kennziffern zur Unternehmensbewertung verändert sich in dieser Arbeit durch die neue Leasingbilanzierung nur der EBITDA-Multiple. Dieser verringert sich für alle betrachteten Unternehmen, da jeweils das EBITDA zunimmt. Diese Veränderung kann unter bestimmten Umständen einen Einfluss auf den durch die Multiplikator-Methode ermittelten Unternehmenswert haben. Betrachtet man die Veränderung des EBITDA-Multiples für die untersuchten Unternehmen, so fällt erneut auf, dass tendenziell die Unternehmen mit einer hohen Verschuldung und großem Anteil von Operating Leasing stark betroffen sind. Deren EBITDA nimmt in hohem Ausmaß zu, wodurch die Höhe des EBITDA-Multiples entsprechend stark abnimmt. Ob sich die Bewertung eines Unternehmens durch die neue Leasingbilanzierung ändert, hängt stark von der betrachteten Peer Group ab. Finanzieren sich die Unternehmen der Peer Group in größerem Ausmaß über Operating Leasing als das zu bewertende Unternehmen, fällt der anhand dieser Peer Group ermittelte durchschnittliche EBITDA-Multiple geringer aus als zuvor. Da das EBITDA des zu bewertenden Unternehmens jedoch weniger stark zunimmt als bei den Unternehmen der Peer Group, fällt auch der ermittelte Unternehmenswert geringer aus als nach IAS 17. Analog könnte ein Unternehmen höher bewertet werden als zuvor, wenn es mehr Operating Leasing nutzt als die Unternehmen der entsprechenden Peer Group. Solange keine Anpassungen bei der Auswahl entsprechender Peer Groups vorgenommen werden, könnte dies ein Anreiz für Unternehmen sein, die vor einer Übernahme stehen. Über eine stärkere Finanzierung durch Leasing könnten diese versuchen, einen höheren Verkaufspreis zu erzielen.

Außerdem könnte es in der Umstellungsphase von IAS 17 zu ED/2010/9 zu Veränderungen von Unternehmensbewertungen kommen. Damit die Multiplikator-Methode zu einem objektiven Ergebnis führt, sollten nur Transaktionen herangezogen werden, bei denen die gleiche Leasingbilanzierung angewandt wur-

de. Geschieht dies nicht, wäre die Peer Group durch unterschiedliche Berechnung des EBITDA nicht mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar. Das Ergebnis der Unternehmensbewertung wäre entsprechend verfälscht.

5. Kritische Stellungnahme

Die Ermittlung der oben dargestellten Ergebnisse im Rahmen dieser Arbeit war nur möglich, da zum Teil stark vereinfachende Annahmen getroffen wurden. Das hat zur Folge, dass die Ergebnisse vermutlich verzerrt sind und die Werte in der Realität nicht angemessen wiedergegeben werden. Im folgenden Kapitel soll dargestellt werden, wie sich die Ergebnisse dieser Arbeit durch die Einbeziehung vernachlässigter Einflüsse verändern würden. Dabei können jedoch lediglich Tendenzen genannt werden, da weiterhin das Informationsdefizit besteht, welches die Ermittlung exakter Ergebnisse unmöglich macht. Die kritische Betrachtung dieser Arbeit konzentriert sich auf zwei wichtige Ansatzpunkte: Zunächst werden die verwendeten Kennziffern beleuchtet, wobei die durch die zuvor getroffenen Annahmen vernachlässigten Einflüsse der veränderten Leasingbilanzierung identifiziert und ihre Wirkung auf die entsprechenden Kennziffern eingeschätzt werden soll. Im zweiten Schritt sollen die in dieser Arbeit errechneten Barwerte kritisch hinterfragt werden. Auch hier wurden Aspekte vernachlässigt, die in der Realität einen Einfluss auf die Bilanzkennziffern haben.

Einige der in der Untersuchung betrachteten Bilanzkennziffern, bei denen keine Veränderungen zwischen alter und neuer Leasingbilanzierung festgestellt werden konnten, bedürfen hier einer kritischen Betrachtung. Diese hängen von Größen ab, die in der Realität zwar durch die Veränderung in der Leasingbilanzierung beeinflusst werden, jedoch im Rahmen dieser Arbeit per Annahme auf das Niveau der Leasingbilanzierung nach IAS 17 fixiert wurden.

Zu Beginn soll hier der EBIT diskutiert werden. Bei diesem ist eine Veränderung zu erwarten, wenn die Höhe oder der zeitliche Anfall der Mietzahlungen nach IAS 17 nicht mit dem durch Abschreibungen erfassten Aufwand nach ED/2010/9 übereinstimmen. Dies kann jedoch von Unternehmen zu Unternehmen variieren, da es von den verschiedenen Voraussetzungen der einzelnen Unternehmen abhängt. Daher kann auch nicht pauschal beurteilt werden, ob

dieser Effekt vornehmlich positiv oder negativ ist bzw. in welcher Höhe er erfolgt. Neben dem EBIT werden beim Cash-Flow-Return on Investment auch die Abschreibungen benötigt. Diese werden bei neuer Leasingbilanzierung deutlich steigen, da ihnen alle zuvor als Mietaufwendungen erfassten Aufwendungen hinzugerechnet werden. Wenn sich der EBIT nicht in hohem Maße verändert, lässt sich daher in der Realität ein Anstieg des Cash-Flow-Return on Investment bei veränderter Leasingbilanzierung erwarten. Ebenso steckt der EBIT in der Zinsdeckungsrate, bei der sich ebenfalls der Zinsaufwand verändert. Da nach ED/2010/9 eine degressive Erfassung des Zinsaufwands erfolgt, hängt dessen Höhe maßgeblich vom zeitlichen Anfall der Mindestleasingzahlungen eines Unternehmens ab. Hat ein Unternehmen vornehmlich Leasingverhältnisse, die erst kürzlich abgeschlossen wurden, so ist der Zinsaufwand tendenziell höher als nach IAS 17. Im Gegensatz dazu fallen die Zinsaufwendungen in der Regel niedriger aus, wenn die Mehrzahl der Leasingverhältnisse sich bereits am Ende der Laufzeit befindet. Es ist daher keine eindeutige Aussage darüber zu treffen, wie die Zinsdeckungsrate in der Realität ausfällt.

Bei Eigenkapitalrentabilität und KGV wird der Jahresüberschuss herangezogen. Bei diesem ist eine Veränderung zu erwarten, die eng mit der Höhe des Zinsaufwands zusammenhängt. Fällt der Zinsaufwand wie oben beschrieben höher aus als nach IAS 17, so nimmt der Jahresüberschuss tendenziell ab. Wird dieser jedoch durch einen niedriger ausfallenden Zinsaufwand weniger geschmälert als nach IAS 17, so weist er einen höheren Wert aus. Auch bei diesen Kennziffern kann also eine Veränderung in der Realität erwartet werden, deren Höhe und Ausprägung jedoch von den individuellen Eigenschaften des betrachteten Unternehmens abhängig ist.

Des Weiteren wurde im Rahmen dieser Arbeit nicht auf die bereits in der Bilanz befindlichen Finance Leases eingegangen. Stattdessen wurde angenommen, dass deren Höhe bei Bilanzierung nach IAS 17 und ED/2010/9 gleich ist. Nach IAS 17 wurde bei Finance Leases der geleaste Vermögensgegenstand vollständig bilanziert wohingegen bei der bilanziellen Behandlung nach ED/2010/9 nur der Barwert der zukünftigen Zahlungen herangezogen wird. Da sich erwarten lässt, dass dieser Barwert tendenziell geringer ausfällt als der zuvor angesetzte Vermögensgegenstand, wurden die Finance Leases im Rahmen dieser

Arbeit möglicherweise zu hoch bewertet. Das würde bedeuten, dass das neu ermittelte Fremdkapital etwas geringer ausfiele als dargestellt. Im Resultat würden die Veränderungen der betroffenen Kennziffern etwas geringer sein.

Abschließend soll noch auf die Rolle des Diskontierungszinssatzes bei der Ermittlung des Barwerts eingegangen werden. In dieser Arbeit wurden mit Hilfe der angegebenen Barwerte der Mindestleasingzahlungen aus Finance Leases Diskontierungszinssätze für die Unternehmen ermittelt. Hierbei ist jedoch einerseits fraglich, ob die Zinssätze für Finance- und Operating-Leasingverhältnisse direkt vergleichbar sind. Andererseits ist es möglich, dass bei Leasingverhältnissen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Objektarten verschieden hohe Diskontierungszinssätze zur Anwendung kommen. Wenn sich durch diese Effekte die in dieser Arbeit angewandten Zinssätze von den Tatsächlichen unterscheiden, so kann dies einen Einfluss auf die Höhe der Barwerte haben.

6. Fazit

In der kritischen Stellungnahme zu den Ergebnissen dieser Arbeit wird klar, dass diese keine umfassende und detaillierte Wiedergabe der in der Realität zu erwartenden Werte darstellen. Derartige Ergebnisse sollten und konnten im Rahmen dieser Arbeit auch nicht gewonnen werden. Wichtiger als die Ermittlung exakter Werte ist jedoch die bilanzielle Berücksichtigung der Operating Leases, die aus der Perspektive dieser Arbeit diejenige Veränderung in der Leasingbilanzierung mit dem größten Einfluss auf die Bilanzkennziffern darstellt. Ein großer Teil der Veränderungen der hier betrachteten Bilanzkennziffern durch ED/2010/9 konnten in den Ergebnissen und deren kritischer Beleuchtung in dieser Arbeit grob dargestellt und nachvollzogen werden.

Die Ergebnisse der Arbeit stellen deutlich heraus, dass die Leasingbilanzierung nach ED/2010/9 einen signifikanten Einfluss auf entscheidungsrelevante Kennziffern haben kann. Die zum Teil enorme Verschlechterung der Rating- und Investorenkennziffern könnte für die betroffenen Unternehmen besonders dann problematisch werden, wenn die Leasingverbindlichkeiten von den Bilanzadressaten bisher nicht berücksichtigt wurden. Es soll hier jedoch betont werden, dass die Veränderungen bei den Bilanzkennziffern, insbesondere Verschlechter-

rungen durch eine erhöhte Verschuldung, nicht ursächlich durch die geänderte Leasingbilanzierung hervorgerufen werden. Vielmehr wird durch diese die tatsächliche finanzielle Situation im Unternehmen, besonders im Hinblick auf die Verschuldung, realistischer abgebildet als nach IAS 17. Für die Unternehmensbewertung können im Rahmen dieser Arbeit keine großen Veränderungen festgestellt werden, da die Bewertung mit Multiples immer relativ zu vergleichbaren Unternehmen geschieht. Dabei muss jedoch darauf geachtet werden, dass die in der Peer Group betrachteten Unternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind. Die Ergebnisse dieser Arbeit deuten darauf hin, dass diese Vergleichbarkeit auch hinsichtlich der Verwendung von Leasing, insbesondere in Verbindung mit hoher Verschuldung, gelten muss.

7. Literaturverzeichnis

Baetge, Jörg (1994): Rating von Unternehmen anhand von Bilanzen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 47. Jg., S. 1-10.

Buschhüter, Michael / Striegel, Andreas (2009): Internationale Rechnungslegung, Wiesbaden.

Dähne, Ralf (2010): Kredit-Rating – Interne Ratingverfahren der Banken und Sparkassen als Basis bonitätsabhängiger Bepreisung von Krediten, Dissertation, Universität Leipzig.

Gaughan, Patrick A. (2011): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 5. Auflage, Hoboken.

Kroner, Matthias / Leuchtenstern, Sylvia / Ranker, Daniel (2010a): Reformierung der Leasingbilanzierung – Wo geht die Reise hin? (Teil 1), in: KoR, 10. Jg., S. 532-539.

Kroner, Matthias / Leuchtenstern, Sylvia / Ranker, Daniel (2010b): Reformierung der Leasingbilanzierung – Wo geht die Reise hin? (Teil 2), in: KoR, 10. Jg., S. 605-613.

- Kuhnle, Rainer / Kuhnle-Schadn, Alexandra (2005): Leasing – Ein Baustein moderner Finanzierung. Mit Vertrags- und Berechnungsmodellen, 2. Auflage, Wien.
- Kümpel, Thomas / Becker, Michael (2006): Leasing nach IFRS – Beurteilung, Bilanzierung und Berichtspflichten, München.
- Küting, Karlheinz / Koch, Christian / Tesche, Thomas (2010): Die internationale Leasingbilanzierung vor dem Umbruch – Eine bilanzanalytische Betrachtung der Leasingnehmerbilanzierung, in: PiR – Praxis der internationalen Rechnungslegung, 6. Jg., S. 283-293.
- Lummert, Stefan / Schumacher, Marcus (2009): Bilanz- und Kennzahlenanalyse von Unternehmen, in: Schacht, Ulrich / Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2., überarbeitete Auflage, Wiesbaden, S. 51-80.
- Ross, Stephen A. / Westerfield, Randolph W. / Jordan, Bradford D. (2008): Corporate Finance Fundamentals – International Edition, 8. Auflage, Boston.
- Schacht, Ulrich / Fackler, Matthias (2009): Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren, in: Schacht, Ulrich / Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 2., überarbeitete Auflage, Wiesbaden, S. 255-280.
- Schmidt, Peer / Hartmann-Wendels, Thomas / Adolph, Peter (2010): Zur Reform der Leasingbilanzierung: Leasingverhältnisse gemäß ED „Leases“ – Die Abbildung von Leasingverhältnissen beim Leasingnehmer, in: IRZ – Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung, 6. Jg., S. 537-545.
- Smart, Scott B. / Megginson, William L. / Gitman, Lawrence J. (2004): Corporate Finance, Mason.