

Wirtschaftswissenschaftliches Forum der FOM

IFRS 16 – Auswirkungen auf die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung

Benedict Bernert

Wirtschaftswissenschaftliches Forum der FOM

Band 64

Benedict Bernert

**IFRS 16 – Auswirkungen auf die kapitalmarkt-
orientierte Unternehmensbewertung**

Shaker Verlag
Düren 2020

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Herausgebende Institution ist die FOM Hochschule für Oekonomie & Management gemeinnützige Gesellschaft mbH

Copyright Shaker Verlag 2020

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 978-3-8440-7134-4

ISSN 2192-7855

Shaker Verlag GmbH • Am Langen Graben 15a • 52353 Düren
Telefon: 02421 / 99 0 11 - 0 • Telefax: 02421 / 99 0 11 - 9
Internet: www.shaker.de • E-Mail: info@shaker.de

VORWORT DES HERAUSGEBERS

Die private FOM Hochschule für Oekonomie & Management versteht sich mit ihrem ausbildungs- und berufsbegleitenden Studienangebot im wirtschaftswissenschaftlichen Bereich als eine Ergänzung der deutschen Hochschullandschaft. Durch die Schaffung zielgruppenadäquater, attraktiver Studienbedingungen ermöglicht sie gleichzeitig den Beschäftigten viele Chancen zur Weiterentwicklung und den Unternehmen die Anpassung an die Anforderungen, die sich aus der demografischen Entwicklung und den gestiegenen Qualifikationsbedarfen ergeben.

Die 1991 auf Initiative von Wirtschaftsverbänden gegründete FOM arbeitet seit ihrem Bestehen eng mit Unternehmen und Verbänden zusammen und unternimmt mit der vorliegenden Schriftenreihe einen weiteren Schritt zur Verzahnung von Theorie und Praxis. Studierenden mit herausragenden Studienleistungen wird hierin ein Forum gegeben, der interessierten Fachöffentlichkeit empirische Ergebnisse, innovative Konzepte und fundierte Analysen im Zuge einer breiten Veröffentlichung ihrer Abschlussarbeiten mitzuteilen. Daneben finden exzellente Dissertationen von FOM Dozenten Eingang in die Schriftenreihe.

Unser herzlicher Dank gilt Herrn Dipf.-Kfm- (FH) Rene Pollmann und Herrn Prof. Dr. Thomas Kümpel, die die Abschlussarbeit von Herrn Benedict Bernert als Erst- bzw. Zweitgutachter betreut haben.

Die Arbeit thematisiert die kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung im Lichte der Einführung des IFRS 16. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Berücksichtigung der als off-balance dargestellten Leasingverhältnisse aus Leasingnehmersicht innerhalb des WACC-Ansatzes.

Wir hoffen, den vielfach regen und fruchtbaren Dialog zwischen Hochschule und Praxis mit dieser Reihe um eine weitere Facette zu bereichern. Als Herausgeber freuen wir uns, herausragende Leistungen unserer Studierenden durch eine Veröffentlichung würdig honorieren zu können.

Essen, im Dezember 2019

Prof. Dr. Burghard Hermeier

Rektor

Prof. Dr. Thomas Heupel

Prorektor für Forschung

INHALTSVERZEICHNIS

Abkürzungsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis.....	VII
Tabellenverzeichnis.....	IX
Formelverzeichnis	X
Symbolverzeichnis	XI
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Arbeit.....	3
2 Ermittlung des Unternehmenswertes mithilfe des WACC-Ansatzes.....	5
2.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung	5
2.1.1 Wert und Preis von Unternehmen.....	5
2.1.2 Anlass und Zweck einer Unternehmensbewertung	7
2.1.3 Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung	9
2.1.4 Ansätze und Methoden des DCF-Verfahrens.....	11
2.2 Konzeption und Durchführung des WACC-Ansatzes.....	13
2.3 Erstellung der integrativen Planungsrechnung	16
2.3.1 Durchführung einer Vergangenheits- und Umfeldanalyse	17
2.3.2 Prognose der zukünftigen Zahlungsströme.....	19
2.4 Bestimmung der WACC	22
2.4.1 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	23
2.4.2 Bestimmung und Gewichtung der Fremdkapitalkosten	26
3 Leasingbilanzierung nach IFRS.....	28
3.1 Grundlagen der IFRS-Rechnungslegung	28
3.1.1 System der IFRS-Rechnungslegung.....	28
3.1.2 Ziele und Prinzipien der IFRS-Rechnungslegung	29
3.2 Bisherige Leasingbilanzierung nach IAS 17	32
3.2.1 Anwendungsbereich und Ziele des IAS 17	32
3.2.2 Klassifizierung von Leasingverhältnissen nach IAS 17	33
3.2.3 Rechnungslegung für Leasingnehmer nach IAS 17	35

3.2.4	Anhangangaben für Leasingnehmer nach IAS 17	36
3.2.5	Ermessensspielräume und kritische Würdigung des IAS 17.....	37
3.3	Zukünftige Leasingbilanzierung nach IFRS 16	39
3.3.1	Neuregelung des IFRS 16	39
3.3.2	Anwendungsbereich und Ziele des IFRS 16	40
3.3.3	Identifikation von Leasingverhältnissen nach IFRS 16	42
3.3.4	Zugangs- und Folgebewertung nach IFRS 16.....	44
3.3.5	Ausweis und Anhangangaben nach IFRS 16	46
3.3.6	Ermessensspielräume und kritische Würdigung des IFRS 16 ..	47
4	Auswirkungen des IFRS 16 auf den Unternehmenswert.....	50
4.1	Auswirkungen auf die Bilanz	50
4.2	Auswirkungen auf die GuV	52
4.3	Auswirkungen auf die Kapitalflussrechnung	54
4.4	Implikationen auf den WACC-Ansatz	55
4.5	Das Modell der konstruktiven Kapitalisierung	58
4.6	Aktueller Forschungsstand.....	63
5	Fallstudie.....	66
5.1	Methodische Vorgehensweise.....	66
5.2	Durchführung der Fallstudie	67
5.2.1	Auswahl der Unternehmen	67
5.2.2	Aufstellen der integrativen Planungsrechnung	70
5.2.3	Anwendung des Modells der konstruktiven Kapitalisierung	72
5.2.4	Anwendung des WACC-Ansatzes.....	75
5.3	Ergebnisdarstellung	78
5.4	Kritische Würdigung der Fallstudie	81
6	Fazit und Ausblick	84
Anhang	86
Literaturverzeichnis	136
Rechtsquellenverzeichnis	146

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abb.	Abbildung
A.o. Effekt	Außerordentlicher Effekt
AoN-Ansatz	All-or-Nothing-Approach
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cashflows
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow Verfahren
FCF	Free Cashflow
For.	Formel
EAT	Gewinn nach Steuern
EBT	Gewinn vor Steuern
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
GLZ	Gesamtlaufzeit
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HSH	Hamburgisch-Schleswig-Holsteinische
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IBD	verzinsliche Fremdverschuldung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFRIC	International Financial Reporting Interpretations Committee
Inkl.	Inklusive

Kfr.	Kurzfristig
Lfr.	Langfristig
MDAX	Deutscher Aktienindex für mittelgroße Unternehmen
Mio.	Millionen
MLZ	Mindestleasingzahlung
Mfr.	Mittelfristig
NOPLAT	Gewinn vor Zinsen und nach Steuern
P.a.	Pro Jahr
PP	Prozentpunkte
RLZ	Restlaufzeit
RoU-Ansatz	Right-of-Use-Approach
SIC	Standing Interpretations Committee
Tab.	Tabelle
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value
VFE-Lage	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage
WACC	Durchschnittliche gewogene Kapitalkosten

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. 1:	Konzeption des WACC-Ansatzes	13
Abb. 2:	AoN-Ansatz	34
Abb. 3:	RoU-Ansatz	42
Abb. 4:	Auswirkungen des IFRS 16 auf die Bilanz	51
Abb. 5:	Methodische Vorgehensweise der Fallstudie	67
Abb. 6:	Anteil Subsektoren > 15% Leasingquote	69
Abb. 7:	Unternehmensauswahl Fallstudie	70
Abb. 8:	Beziehungsgeflecht einer integrativen Planungsrechnung	88
Abb. 9:	GuV 2015-2021 ohne Operating Leases Puma.....	89
Abb. 10:	GuV 2018-2021 inkl. Operating Leases Puma	90
Abb. 11:	Bilanzdaten 2015-2021 Puma.....	91
Abb. 12:	CF-Statement 2019-2021 Puma	92
Abb. 13:	GuV 2015-2021 ohne Operating Leases Adidas	95
Abb. 14:	GuV 2018-2021 inkl. Operating Leases Adidas.....	96
Abb. 15:	Bilanzdaten 2015-2021 Adidas	97
Abb. 16:	CF-Statement 2019-2021 Adidas.....	98
Abb. 17:	GuV 2015-2021 ohne Operating Leases Hugo Boss.....	101
Abb. 18:	GuV 2018-2021 inkl. Operating Leases Hugo Boss	102
Abb. 19:	Bilanzdaten 2015-2021 Hugo Boss.....	103
Abb. 20:	CF-Statement 2019-2021 Hugo Boss	104
Abb. 21:	Adjustierung Operating Leases Puma.....	107
Abb. 22:	Adjustierung Operating Leases Adidas	108
Abb. 23:	Adjustierung Operating Leases Hugo Boss.....	109
Abb. 24:	Ermittlung des FCF und TV Puma	110
Abb. 25:	Ermittlung des FCF und TV Adidas.....	111
Abb. 26:	Ermittlung des FCF und TV Hugo Boss	112
Abb. 27:	WACC-Ermittlung Puma	113
Abb. 28:	WACC-Ermittlung Adidas.....	114
Abb. 29:	WACC-Ermittlung Hugo Boss	115

Abb. 30:	Ermittlung des Shareholder Values Puma.....	116
Abb. 31:	Ermittlung des Shareholder Values Adidas	117
Abb. 32:	Ermittlung des Shareholder Values Hugo Boss.....	118
Abb. 33:	Übersicht der synthetischen Unternehmensratings	119
Abb. 34:	Operating Leases Puma (Zinssatz 2,11%, Laufzeit 12 Jahre).....	120
Abb. 35:	Operating Leases Puma (Zinssatz 2,41%, Laufzeit 12 Jahre).....	121
Abb. 36:	Operating Leases Puma (Zinssatz 2,71%, Laufzeit 12 Jahre).....	122
Abb. 37:	Operating Leases Puma (Zinssatz 2,41%, Laufzeit 10 Jahre).....	123
Abb. 38:	Operating Leases Puma (Zinssatz 2,41%, Laufzeit 20 Jahre).....	124
Abb. 39:	Operating Leases Adidas (Zinssatz 2,0%, Laufzeit 14 Jahre).....	125
Abb. 40:	Operating Leases Adidas (Zinssatz 2,3%, Laufzeit 14 Jahre).....	126
Abb. 41:	Operating Leases Adidas (Zinssatz 2,6%, Laufzeit 14 Jahre).....	127
Abb. 42:	Operating Leases Adidas (Zinssatz 2,3%, Laufzeit 10 Jahre).....	128
Abb. 43:	Operating Leases Adidas (Zinssatz 2,3%, Laufzeit 20 Jahre).....	129
Abb. 44:	Operating Leases Hugo Boss (Zinssatz 1,5%, Laufzeit 13 Jahre).....	130
Abb. 45:	Operating Leases Hugo Boss (Zinssatz 1,8%, Laufzeit 13 Jahre).....	131
Abb. 46:	Operating Leases Hugo Boss (Zinssatz 2,1%, Laufzeit 13 Jahre).....	132
Abb. 47:	Operating Leases Hugo Boss (Zinssatz 1,8%, Laufzeit 10 Jahre).....	133
Abb. 48:	Operating Leases Hugo Boss (Zinssatz 1,8%, Laufzeit 20 Jahre).....	134

TABELLENVERZEICHNIS

Tab. 1:	Anhangangaben für Leasingnehmer gemäß IAS 17.....	37
Tab. 2:	Auswirkungen des IFRS 16 auf die GuV.....	53
Tab. 3:	Auswirkungen des IFRS 16 auf die Kapitalflussrechnung.....	54
Tab. 4:	Implikationen des IFRS 16 auf den WACC-Ansatz.....	55
Tab. 5:	Bestimmung der Restlaufzeit.....	74
Tab. 6:	Bestimmung der individuellen Unternehmensprämie.....	77
Tab. 7:	Ergebnis der Unternehmenswertberechnung.....	78
Tab. 8:	Veränderungen des FCF im Planungszeitraum.....	79
Tab. 9:	Veränderungen der WACC.....	80
Tab. 10:	Sensitivitätsanalyse der konstruktiven Kapitalisierung.....	82
Tab. 11:	Deutsche Börsenunternehmen der Konsum- und Retailbranche...	86
Tab. 12:	Leasingquoten zum Stichtag 31.12.2018.....	87
Tab. 13:	Unternehmensübersicht Puma.....	93
Tab. 14:	Planannahmen Puma.....	94
Tab. 15:	Unternehmensüberblick Adidas.....	99
Tab. 16:	Planannahmen Adidas.....	100
Tab. 17:	Unternehmensüberblick Hugo Boss.....	105
Tab. 18:	Planannahmen Hugo Boss.....	106
Tab. 19:	Ergebnisübersicht der sensitivierten Adjustierung.....	135

FORMELVERZEICHNIS

For. 1:	Indirekte Ermittlung des FCF.....	14
For. 2:	Ermittlung des TV	15
For. 3:	Ermittlung des Unternehmensgesamtwerts	16
For. 4:	Ermittlung des WACC	23
For. 5:	Ermittlung des TV	24
For. 6:	Bestimmung des synthetischen Ratings.....	57
For. 7:	Bestimmung des Beta-Wertes.....	58
For. 8:	Bestimmung des Leasingvermögens	61

SYMBOLVERZEICHNIS

β	Beta-Faktor
β_B	Branchen-Beta
β_U	Unternehmens-Beta
i	Diskontierungszins
\emptyset	Durchschnitt
WACC	Durchschnittliche gewogene Kapitalkosten
€	Euro
r_{EK}	Eigenkapitalkosten
s	Ertragssteuersatz
FCF	Free Cashflow
r_{FK}	Fremdkapitalkosten
GLZ	Gesamtlaufzeit
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
NOPLAT	Gewinn vor Zinsen und nach Steuern
r_M	Marktrisikoprämie
EK	Marktwert des Eigenkapitals
FK	Marktwert des Fremdkapitals
RBW_{LV}	Restbuchwert des Leasingvermögens
RBW_{LS}	Restbuchwert des Leasingvermögens
RLZ	Restlaufzeit
r_F	Risikoloser Basiszins
Σ	Summe
TV	Terminal Value
g	Wachstumsrate
t	Zeitfaktor in Jahren
T	Zeitpunkt
n	Periodenindex