

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

- a) Leasingaufwand
- b) Forschung & Entwicklung
- c) Auswirkungen

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

*Leasingverpflichtungen
sind Fremdkapital*

a) Leasingaufwand

- Verpflichtungen aus Leasingverträgen werden buchhalterisch entweder als „Finance Leasing“ bilanziert oder als „operatives Leasing“ erfolgswirksam in der GuV verbucht. Letztere tauchen in der Bilanz nicht auf.
- Je nach Rechnungslegungsstandard ergeben sich unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften und meist sind Sichtweisen der wirtschaftlichen Zurechnung des Leasinggegenstandes (entweder beim Leasinggeber oder Leasingnehmer) ausschlaggebend. Vorschriften wurden geändert (IFRS 16, neuer IASB-Standard).
- Bei Leasinggebühren handelt es sich genau wie bei Zins- und Tilgungsleistungen aus einem Darlehensvertrag um vertraglich fixierte Zahlungsverpflichtungen mit einer festen Laufzeit.
- Leasingverpflichtungen sind aus bewertungstechnischer Sicht daher stets Finanzverbindlichkeiten. Unbezahlte Leasingraten führen zu den gleichen Konsequenzen wie unbezahlte Zinsen.
- Sofern Leasingverpflichtungen in der Bilanz als Verbindlichkeiten passiviert wurden („Finance Leasing“), sind diese als Teil der zinstragenden Verbindlichkeiten anzusehen. In diesen Fall entspricht die buchhalterische Behandlung der Sichtweise im Corporate Finance.
- Hierbei ist zu berücksichtigen, dass den Leasingverbindlichkeiten auf der Passivseite der Bilanz ein korrespondierender Vermögensgegenstand auf der Aktivseite gegenübersteht. Es sollte eine Position wie „aktivierte Leasinggeräte“ o.ä. erkennbar sein. Dieser Aktivposten wird abgeschrieben (Tilgungsanteil), während der Zinsanteil der Leasingrate typischerweise im Zinsaufwand enthalten ist.
- Aus bewertungstechnischer Sicht ist der Umgang mit „Finance Leasing“ in der Bilanz völlig in Ordnung und es besteht kein Handlungsbedarf. Es ist lediglich darauf zu achten, dass diese Verbindlichkeiten als Teil der Finanzschulden geführt werden und der Abschreibungsteil zu reinvestieren ist (Teil von Net Capex).

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

Umgang mit Leasingaufwand

a) Leasingaufwand

- Operativer Leasingaufwand der GuV („Operating Leasing“) ist aus bewertungstechnischer Sicht als Investition anzusehen, den es kalkulatorisch zu aktivieren und abzuschreiben gilt.
- Eine Korrekturrechnung ist angebracht, sofern der operative Leasingaufwand z.B. 10% des EBIT übersteigt. Wie aber wird operativer Leasingaufwand kapitalisiert?
- Zunächst ist festzustellen, dass operativer Leasingaufwand in der GuV meist gar nicht separat ausgewiesen ist und dem Erläuterungsteil eines Geschäftsberichtes entnommen werden muss. Gemäß IFRS und US-GAAP ist eine Angabe verpflichtend und zwar mit Ausweis von Fristigkeiten, was eine Rolle spielt.
- Beispielsweise beziffert die Jungheinrich AG im Jahresabschluss per 31.12.2017 auf Seite 125 die zukünftigen Verpflichtungen aus unkündbaren Miet- und Leasingverträgen mit Angaben von Fristen.
- Die Korrekturberechnung erfolgt, indem die ausstehenden Leasingraten mit Hilfe der - wie erläutert - aktuellen Fremdkapitalkosten (vor Steuern!) auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden.
- Liegt der Marktwert der Leasingverbindlichkeiten vor, ist dieser (gedanklich) auf der Passivseite als weiterer Posten der Finanzschulden aufzunehmen. Damit die Bilanz aufgeht, benötigt die Aktivseite sodann eine Gegenposition in gleicher Höhe, die z.B. „aktivierte operative Leasinggegenstände“ genannt werden kann.
- Dieser gedanklich geschaffene Aktivposten ist linear abzuschreiben. Die Nutzungsdauer (in Jahren) ergibt sich durch die durchschnittliche Restlaufzeit der Leasinggebühren.
- Auf diese Weise kann der in einer GuV enthaltene Leasingaufwand zerlegt werden, und zwar in einen Abschreibungsteil sowie in einen Zinsanteil, genau wie beim „Finance Leasing“. Am Nettoergebnis der GuV ändert sich nichts, es wird lediglich kalkulatorisch umgruppiert.

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

Erheblicher Einfluss

a) Leasingaufwand

z.B. Deutsche Post

- Beispielhafte Kapitalisierung des operativen Leasingaufwandes der Deutschen Post AG per 31.12.2017, ein Unternehmen mit hohem Leasingaufwand.
- Die entscheidende Übersicht ist auf Seite 162 des Geschäftsberichtes erkennbar. Unterhalb der Tabelle ist einem Textteil ein Barwert in Höhe von EUR 9,3 Mrd. zu entnehmen.

MIO €	2016	2017
Bis 1 Jahr	1.853	2.091
Über 1 Jahr bis 2 Jahre	1.410	1.696
Über 2 Jahre bis 3 Jahre	1.027	1.396
Über 3 Jahre bis 4 Jahre	826	1.225
Über 4 Jahre bis 5 Jahre	597	930
Über 5 Jahre	2.475	3.960
Gesamt	8.188	11.298

Der Barwert der abgezinsten Mindestleasingzahlungen beläuft sich auf 9.251 MIO € (Vorjahr: 7.082 MIO €). Dabei wurde ein Abzinsungsfaktor von 4,00 % (Vorjahr: 3,25 %) zugrunde gelegt. Insgesamt sind Miet- und Leasingzahlungen in Höhe von 3.060 MIO € (Vorjahr: 3.019 MIO €) entstanden, davon entfallen 2.226 MIO € (Vorjahr: 2.143 MIO €) auf unkündbare Miet- und Leasingverträge. Die künftigen Leasingverpflichtungen entfallen im Wesentlichen mit 3.835 MIO € (Vorjahr: 2.789 MIO €) auf die Deutsche Post Immobilien GmbH.

- Die per 31.12.2017 in der Bilanz ausgewiesenen Finanzschulden der Deutschen Post betragen EUR 16,8 Milliarden.
- Der Barwert der operativen Leasingverpflichtungen in Höhe von EUR 9,3 Milliarden ist darin nicht enthalten - ein Fehler aus Sicht des Corporate Finance.
- Eine Berücksichtigung dieses Barwertes im Rahmen einer Unternehmensbewertung hat spürbaren Einfluss (und die Einführung von IFRS 16 hatte enorme Auswirkung auf das Bilanzbild).

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

Operativer Leasingaufwand am Beispiel der Dürr AG

a) Leasingaufwand

- Die in der GuV der Dürr AG enthaltenen operativen Leasinggebühren betragen für das Geschäftsjahr 2017 insgesamt EUR 34,8 Mio. (Geschäftsbericht 2017, Seite 172).
- Auf der gleichen Seite ist folgende Tabelle erkennbar:

3.87 – NOMINAL VALUES OF FUTURE MINIMUM PAYMENTS FOR OPERATING LEASES

€ k	Dec. 31, 2017	Dec. 31, 2016
Less than one year	26,170	26,892
Between one and five years	44,657	48,639
More than five years	19,018	29,118
	89,845	104,649

- Für das Geschäftsjahr 2017 bezifferten sich die operativen Leasingverpflichtungen auf EUR 89,8 Mio.
- Für das Geschäftsjahr 2018 bezifferten sich die operativen Leasingverpflichtungen auf EUR 103,4 Mio. (Geschäftsbericht 2018, Seite 174)
- Für das Geschäftsjahr 2019 hat die Dürr AG durch die Umstellung in den Bilanzierungsvorschriften keine operativen Leasingverpflichtungen mehr ausgewiesen.
- Barwerte der operativen Leasingverpflichtungen werden in vielen Geschäftsberichten nicht aufgeführt. Eine Berechnung (sofern in den Bilanzen noch enthalten) wird anhand der Dürr AG für die beiden Geschäftsjahre 2017 und 2018 nachstehend erläutert.

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

Beispielrechnung

a) Leasingaufwand

- Die Verpflichtungen der einzelnen Jahre (im Anhang von Geschäftsberichten erkennbar) können mit Hilfe der Fremdkapitalkosten diskontiert werden (2018: 4,4%)
- Die linearen Abschreibungen (Amortization) ergeben sich durch eine Division der Barwerte (Present Values) durch die Nutzungsdauer. Beispiel 2018: EUR 90 Mio. / 6 Jahre = EUR 15 Mio.
- Auf diese Weise wird der Leasingaufwand (Net Rental Expenses) in einen Abschreibungsteil und in einen Zinsanteil zerlegt. Für die Unternehmensbewertung ist EBIT um die Abschreibung zu erhöhen, gleichzeitig erhöht der Barwert der in der Equity Bridge in Abzug zu bringenden Finanzverbindlichkeiten.

Details Total Debt	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Operating Lease Commitment Due +1	20	17	21	19	27	29	27	26	31	
Operating Lease Commitment Due +2	11	7	12	10	14	13	12	11	13	
Operating Lease Commitment Due +3	11	7	12	10	14	13	12	11	13	
Operating Lease Commitment Due +4	11	7	12	10	14	13	12	11	13	
Operating Lease Commitment Due +5	11	7	12	10	14	13	12	11	13	
Operating Lease Commitment Due, After	56	25	43	38	51	41	29	19	20	
Total	121	72	111	98	135	122	105	90	103	
Present Value OL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Contractual Commitments Due + 1	17	15	20	17	25	27	26	25	30	
Contractual Commitments Due + 2	9	6	10	9	12	11	11	10	12	
Contractual Commitments Due + 3	8	6	9	8	12	11	10	10	12	
Contractual Commitments Due + 4	7	5	9	8	11	10	10	9	11	
Contractual Commitments Due + 5	6	5	8	7	10	9	9	9	11	
Contractual Commitments Due, After 5yr	22	15	25	23	32	25	21	15	15	
Present Value OL	69	53	81	72	103	92	88	78	90	
Net Rental Expenses	-24	-24	-23	-24	-29	-37	-37	-35	-37	-7
Amortization OL	8	7	10	9	13	13	13	13	15	
Interest OL = EBIT Adjustment	-16	-18	-13	-14	-17	-24	-25	-22	-22	-7
Adjusted interest rate	13,4%	8,3%	7,9%	7,5%	6,9%	7,8%	5,1%	4,3%	4,4%	4,3%
Market Value of debt incl. OL	286	336	376	345	518	458	685	687	696	878

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

Konsequenzen einer Kapitalisierung von OL

a) Leasingaufwand

- Im Rahmen der Kapitalisierung von operativen Leasingaufwendungen wird der operative Aufwand des zu bewertenden Unternehmens um den Leasingaufwand gekürzt. Dem stehen Abschreibungen und Zinsen des kalkulatorisch aktivierten Leasinggegenstand gegenüber.
- In der GuV werden statt operativem Leasingaufwand nunmehr zusätzliche Abschreibungen und Zinsen berücksichtigt, das Nettoergebnis der GuV bleibt unberührt (Umgruppierung).
- Der Free Cashflow vor Finanzierung bleibt in Summe ebenfalls unverändert, aus Leasingaufwand wurden Investitionen. Im DCF-Modell erhöht sich das EBIT um genau den gleichen Betrag wie zusätzliches Net Capex abgezogen wird.
- Gegenüber dem Zahlenwerk ohne Kapitalisierung von operativem Leasingaufwand erhöht sich das EBIT um den Zinsanteil. Dies wirkt positiv auf die Bewertung, genau wie ein niedrigerer gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) durch einen höheren Fremdkapitalanteil.
- Hingegen erhöhen sich nunmehr die Investitionen um die Höhe des operativen Leasingaufwandes. Es ist also bedeutsam, die zukünftigen Investitionen für aktivierte Leasinggegenstände in den Nettoinvestitionen einzubeziehen.
- Vor diesem Hintergrund ist es bedeutsam, die wahren Net Capex der Vergangenheit und die wahre Verzinsung des durchschnittlich gebundenen Kapitals zu erkennen. Das klassische Net Capex ist um das Net Capex für Leasinggegenstände zu korrigieren und ROCE neu auszurechnen.
- Bedeutend ist jedoch, dass nunmehr die wahren Finanzschulden vom „Enterprise Value“ zur Berechnung des „Equity Value“ abgezogen werden können, nicht nur die in der Bilanz Erkennbaren.

a) Leasingaufwand

- Bei Unternehmen mit hohen operativen Leasingaufwendungen kann eine Kapitalisierung von operativem Leasingaufwand spürbare Auswirkungen haben. Die Deutsche Post war ein gutes Beispiel und international wurde vielfach Starbucks in diesem Zusammenhang zitiert.
- In solchen Fällen vermitteln die Finanzschulden der Bilanz ein aus Bewertungssicht falsches Bild. Etwas abfällig wird in der Bewertungspraxis davon gesprochen, dass die Wirtschaftsprüfer dies von den Bewertungspraktikern erst lernen mussten, um nach vielen Jahren die Rechnungslegungsvorschriften anzupassen.
- Operativer Leasingaufwand wird zukünftig hoffentlich zur Gänze verschwinden. Sollte dieser in den Ausgangszahlen für das DCF-Modell (insbesondere LTM) noch enthalten sein, kann dieser wie erläutert korrigiert werden.
- Es ist zu befürchten, dass zukünftige EBIT-Margen unüberlegt mit der Historie eines Unternehmens verglichen werden und als Benchmark herangezogene Reinvestitionsquoten das Net Capex für Leasinggegenstände nicht korrekt inkludiert.
- Hierzu ein Zitat aus dem Geschäftsbericht Dürr AG 2018 Seite 57:
„Seit dem Geschäftsjahr 2019 wenden wir den neuen IFRS 16 „Leasingverhältnisse“ an. Er sieht unter anderem vor, dass auch Operating Leases in den Finanzverbindlichkeiten zu berücksichtigen sind. Dadurch wird der Nettofinanzstatus voraussichtlich um rund 100 Mio. € abnehmen.“

- Gemäß Rechnungslegungsvorschriften werden Aufwendungen für Forschung & Entwicklung („R&D“) als operative Aufwendungen erfolgswirksam in der GuV gebucht.
- In der Bewertungslehre gibt es Bestrebungen, solche Aufwendungen als Investition zu qualifizieren, mithin aus dem Aufwand herauszurechnen und als zu aktivierende Vermögensgegenstände in der Bilanz zu betrachten (gegen Eigenkapital auf der Passivseite der Bilanz).
- Begründet wird dies mit dem Hinweis, dass die Ausgaben für Forschung und Entwicklung erst in Zukunft zu einem ökonomischen Vorteil führen. In der Tat, Forschungsausgaben eines Pharmakonzerns beispielsweise gehören inhaltlich wohl eher nicht in die laufende Abrechnungsperiode, sondern führen, wenn überhaupt, erst in (ferner) Zukunft zu marktfähigen Produkten.
- Auch die Explorationskosten eines Ölunternehmens dürften demnach nicht erfolgswirksam verbucht werden und sollten vielmehr zu einer bilanziellen Aktivierung mit Abschreibungen führen.
- Die Ungewissheit, dass einem solchen Vermögensgegenstand ein zukünftig ökonomischer Nutzung gegenübersteht, kann aus Sicht des Corporate Finance nicht als Begründung für eine Verbuchung in der GuV herhalten. Der ökonomische Nutzen durch den Bau einer Fabrik ist schließlich ebenfalls unsicher und Rechnungslegungsvorschriften lassen eine Verbuchung solcher Ausgaben als Aufwand nicht zu.
- So bestehen gar Überlegungen, Kommunikationskosten im Rahmen einer Unternehmensbewertung zu kapitalisieren, da diese mindestens teilweise dazu dienen, eine langfristige Marke zu etablieren. Aufwendungen für Mitarbeiterentwicklungen führen ebenfalls zu einem wohl eher langfristigen Nutzen, der abgeschrieben werden sollte, statt vollständig nur einer Periode zu belasten.

b) Forschung und Entwicklung

- Im Rahmen einer intrinsischen Unternehmensbewertung sollte zumindest geprüft werden, welchen Anteil die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung im Verhältnis am EBIT ausmachen.
- Liegt dieser Anteil unter 10%, führt die Kapitalisierung zu kaum spürbaren Ergebnissen. Liegt der Anteil über 10%, empfiehlt sich die nachfolgend beschriebene Vorgehensweise.
- Zunächst ist festzulegen, über welchen Zeitraum Aufwendungen für „R&D“ zu einem ökonomischen Nutzen führen. Der Ansatz von 3 (Tech-Werte), 5 oder 10 Jahren (Pharma) ist zu empfehlen.
- Sodann sind die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung z.B. der letzten 5 Jahre als Capex zu betrachten.
Der Betrag vor 5 Jahren würde zum Bewertungsstichtag noch zu $1/5$ in den Büchern stehen.
Der Betrag vor 4 Jahren würde zum Bewertungsstichtag noch zu $2/5$ in den Büchern stehen, etc.
Der Betrag des letzten Jahres wäre voll zu aktivieren.
- Die Summe dieser Beträge führt zu einem gedanklichen Aktivposten, der z.B. als „aktivierte R&D“ bezeichnet werden kann. Der auf diese Weise berechnete Vermögensgegenstand würde zukünftig zu einem FÜNFTEL erfolgswirksam abgeschrieben.
- Der Effekt für die Bewertung besteht darin, dass EBIT kalkulatorisch um die Höhe der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung zunimmt und um die Höhe der kalkulatorischen Abschreibung für den gedanklichen Aktivposten abnimmt. Die Differenz korrigiert das Nettoergebnis.
- Die Ausgaben für Forschung & Entwicklung stellen nunmehr Investitionen („Capex“) dar, der freie Cashflow bleibt in der historischen Analyse durch diese Umgruppierung unverändert. Für das DCF-Modell ist jedoch bedeutsam, ob die relevanten Kennzahlen Net Capex, R-Rate und ROCE anzupassen sind.

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

b) Forschung und Entwicklung

- Der Aufwand für Forschung und Entwicklung der Dürr AG kann z.B. wie folgt kapitalisiert werden:

Capitalization R&D	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R&D Exp.	26	30	37	43	56	108	120	126	138	117
Value of R&D Asset	74	80	92	106	130	199	264	318	366	373
Change p.a. = Adjustment EBIT-OL	3	6	12	14	24	69	65	54	48	8
Amortization R&D Asset	23	24	25	29	32	38	55	73	91	110
Impact on EBIT in %	6%	5%	6%	6%	10%	24%	23%	19%	17%	4%

- Die jährlichen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (R&D Expenses) sind den Anhängen der jeweiligen Jahresabschlüsse entnommen .

- Der kalkulatorische Vermögensgegenstand (Value of R&D Asset) berechnet sich für das Jahr 2019 wie folgt:

EUR 117 Mio.	* 5/5 =	EUR 117 Mio.
EUR 138 Mio.	* 4/5 =	EUR 111 Mio.
EUR 126 Mio.	* 3/5 =	EUR 76 Mio.
EUR 120 Mio.	* 2/5 =	EUR 48 Mio.
EUR 108 Mio.	* 1/5 =	EUR 22 Mio.
<u>Summe</u>		<u>EUR 373 Mio.</u>

- Die kalkulatorische Abschreibung (Amortization R&D Asset) berechnet sich für das Jahr 2019 wie folgt:

EUR 138 Mio.	/5 =	EUR 28 Mio.
EUR 126 Mio.	/5 =	EUR 25 Mio.
EUR 120 Mio.	/5 =	EUR 24 Mio.
EUR 108 Mio.	/5 =	EUR 22 Mio.
EUR 56 Mio.	/5 =	EUR 11 Mio.
<u>Summe</u>		<u>EUR 110 Mio.</u>

- Die Differenz zwischen dem Aufwand und der kalkulatorischen Abschreibung vermindert das EBIT. Es ergeben sich neue Kennzahlen zur Herleitung der zukünftigen Net Capex.

X. Kapitalisierung von GuV-Aufwand

c) Auswirkungen

- Die Auswirkungen einer Kapitalisierung des Aufwandes sowohl für Leasing als auch für Forschung & Entwicklung sind der nebenstehenden Übersicht zu entnehmen.
- Für eine Unternehmensbewertung ist bedeutsam, dass die Kapitalisierung der Aufwendungen für operatives Leasing und für Forschung & Entwicklung...
...EBIT erhöhen, während FCFF in der Analyse unverändert bleibt.
- Durch eine Kapitalisierung von operativem Leasingaufwand verändern sich die Kapitalkosten und der Barwert zukünftiger Verpflichtungen erhöht die Finanzverbindlichkeiten.
- Durch veränderte ROCE und veränderte Reinvestment-Rates ergeben sich Konsequenzen zur Prognose der zukünftigen Nettoinvestitionen.

31.12.19 Auswirkung der Kapitalisierung von OL sowie R&D					
GuV in Mio. EUR	berichtet	OL	bereinigt	R&D	bereinigt
Umsatz gesamt	3.922		3.922		3.922
Operative Kosten	-3.452		-3.452		-3.452
OL	-7	7			
R&D	-117		-117	117	
EBITDA	345	7	352	117	470
Abschreibungen AV	-114		-114	-110	-223
Amortisation Immat.	-29				
Kontrolle	203				
EBIT	203	7	210	8	218
Zinsaufwand	-33	-7	-40	-8	-47
Zinserträge	12		12		12
Steuer	-45		-45		-45
Sonstiges	-14		-14		-14
Net Profit	124		124		124
Cashflow in Mio. EUR	berichtet	OL	bereinigt	R&D	bereinigt
EBIT	203	7	210	8	218
Sondereffekte	-5		-5		-5
EBIT nach Sondereffekt	198	7	205	8	212
Steuer	-45		-45		-45
EBIT - T	153	7	160	8	167
Abschreibungen AV	114		114	110	223
Capex	-79	-7	-87	-117	-204
Change in nwc	-108		-108		-108
FCFF	79		79		79
Kennzahlen	berichtet	OL	bereinigt	R&D	bereinigt
Net Capex	34	-7	27	-8	20
Net Capex / Umsatz	0,9%	-0,2%	0,7%	-0,2%	0,5%
Nettoinvestitionen	-73	-7	-81	-8	-88
Reinvestment-Rate	46,4%	100,0%	48,8%	100,0%	51,0%
EK Durchschnitt	1.018		1.018	369	1.387
FK Durchschnitt	-25	45	20		20
Kapital Durchschnitt	992,6	45,1	1.037,8	369,4	1.407,2
ROCE	15,4%	15,8%	15,4%	2,0%	11,9%
Umsatz / Kapital	4,0		3,8		2,8

c) Auswirkungen

- Eine Kapitalisierung von operativen Aufwendungen kann in einer Bewertung unterschiedliche Auswirkungen haben.

Grundsätzlich gilt:

- Liegt die vom Unternehmen erwirtschaftete Gesamtkapitalrendite über den gewichteten Kapitalkosten ($ROCE > WACC$) führt die Kapitalisierung zu einer Steigerung des Unternehmenswertes
 - Liegt die vom Unternehmen erwirtschaftete Gesamtkapitalrendite unter den gewichteten Kapitalkosten ($ROCE < WACC$) führt die Kapitalisierung zu einer Minderung des Unternehmenswertes
- Da das YCV-Modell ggf. mit unterschiedlichen ROCE und WACC in den einzelnen Planungsperioden arbeitet und insbesondere Anpassungen für den eingeschwungenen Zustand vornimmt, ist die Wirkung einer Kapitalisierung von Aufwendungen oftmals erst im Ergebnis erkennbar.
 - Zum besseren Verständnis kann eine Gegenüberstellung der DCF-Modelle, exklusive und inklusive Kapitalisierung, hilfreich sein.