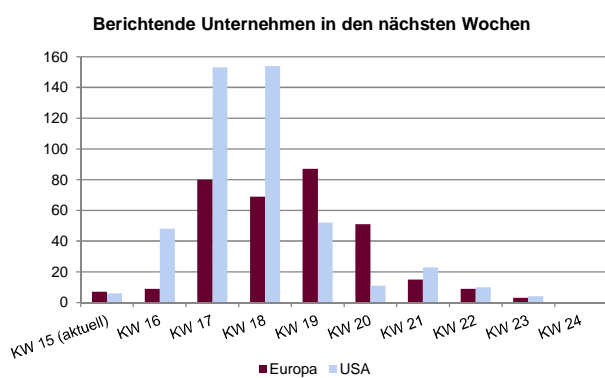


**BERICHTSSAISON – DIE VERSCHULDUNGSQUOTEN WERDEN STEIGEN**

Alle drei Monate öffnen die meisten börsennotierten Unternehmen ihre Bücher um über die laufenden Geschäfte zu berichten. Vor der anstehenden Berichtssaison erhoffen sich die Investoren Hinweise darauf, ob es für die Aktienrallye der ersten drei Monate eine fundamentale Unterstützung gibt. Der Vergleich mit Vorperioden wird dabei durch eine weitreichende Änderung der Bilanzierungsvorschriften für Leasinggeschäfte erschwert. Hierdurch sind höhere Verschuldungs- und geringere Profitabilitätskennzahlen zu erwarten, auch ohne dass es zu einer fundamentalen Verschlechterung gekommen sein muss.

In den nächsten Wochen werden viele Unternehmen ihre Bücher öffnen, um die Zahlen für das erste Quartal 2019 zu präsentieren. Der Höhepunkt der Veröffentlichungen wird **in zwei bis vier Wochen** erreicht.



Analysten, Anleger und Ökonomen werden mit Argusaugen die Zahlenflut verfolgen. Neben den Entwicklungen bei einzelnen Unternehmen interessieren sich viele Marktteilnehmer für die gesamtwirtschaftlichen Implikationen der Unternehmenszahlen. Dies ist vor dem Hintergrund der Aktienmarktrallye der letzten drei Monate besonders relevant. Hier geht es um die Frage, ob die **Kursgewinne des ersten Quartals** gerechtfertigt waren.

Ein Blick auf die unterliegenden Fundamentaldaten lässt zumindest Zweifel aufkommen. So stehen die **starken Kursentwicklungen** des europäischen Stoxx 600 und des US-amerikanischen S&P 500 mit ca. 14 Prozent bzw. 15 Prozent seit Jahresbeginn in starkem Kontrast zu den weiterhin **enttäuschenden Konjunkturzahlen**. Die weltweiten Wachstumsprognosen wurden in der Breite von allen führenden Wirtschaftsinstituten nach unten revidiert und auch die Zentralbanken warnen vor Abwärtsrisiken. Dabei sehen auch die Gewinnerwartungen der Analysten pessimistischer als noch zum Jahresende 2018 aus. Die Analystenschätzungen für das **Gewinnwachstum** europäischer und US-amerikanischer Unternehmen für das erste Quartal 2019 wurden im Vergleich zum Jahresanfang

**nach unten revidiert.** Wurden zu Jahresbeginn in den USA und Europa noch Zuwachsraten von 2,5 Prozent bzw. 1,2 Prozent im Vergleich zum Vorquartal erwartet, sind diese Werte mit -4,9 Prozent bzw. -5,7 Prozent mittlerweile deutlich negativer. Aufgrund der sehr positiven Aktienmarktentwicklung ist es zumindest fraglich, ob der Aktienmarkt eine negative Gewinnentwicklung im ersten Quartal eingepreist hat.

Die Einschätzung der Unternehmenszahlen wird in der aktuellen Berichtssaison durch weitreichende **Änderungen der Bilanzierungsvorschriften** erschwert. Ab dem ersten Quartal 2019 müssen in Europa (IFRS) und den USA (US GAAP) sogenannte Operating-Leases, die vorher in den Fußnoten der Geschäftsberichte versteckt waren, als Verbindlichkeiten (mit korrespondierender Aktiva-Buchung) in die Bilanz aufgenommen werden.

Die bisher bestehende Unterscheidung von Operating-Leasing und Finance-Leasing wird laut IFRS in Europa vollständig abgeschafft. Alle Leasing-Vorgänge müssen als Finance-Leasing behandelt werden. In den USA bleibt die Unterscheidung zwar bestehen, bilanziell müssen aber auch hier beide Leasing-Arten auf der Aktiv- und der Passivseite erfasst werden. Hierdurch erfolgt eine Bilanzverlängerung, die die ausgewiesene Kapitalstruktur stark verändern kann. Bei einer Umstellung von Operating- auf Finance-Leasing ist zudem auch die GuV und die Cash-Flow-Rechnung betroffen. Da die Unternehmen nicht verpflichtet sind, vergangene Perioden nach der neuen Methode umzurechnen und auszuweisen, besteht das Risiko einer **geringen Vergleichbarkeit zu Vorperioden**.

Der gravierendste Effekt zeigt sich bei den ausgewiesenen **Verschuldungsquoten**, da die abgezinsten zukünftigen Leasingzahlungen als Verbindlichkeit in die Bilanz eingebucht werden. Auf der Aktivseite erfolgt eine entsprechende Gegenbuchung eines Rechts auf Nutzung (Right of Use, RoU). Hierdurch

erhöht sich die Verschuldungsquote und die Bilanzqualität sinkt auf den ersten Blick.

Bei der nach IFRS (v.a. Europa) verlangten Umstellung von Operating- auf Finance-Leasing entstehen aufgrund einer unterschiedlichen Aufwandsverteilung zudem GuV-Effekte. Beim Operating-Lease besteht der Aufwand pro Periode in linearen Leasing-Zahlungen. Die Behandlung des Finance-Leases ist hingegen buchhalterisch identisch zu einem fremdfinanzierten Kauf eines Vermögensgegenstandes. Der Gesamtaufwand besteht aus einem Zinsaufwand auf die Verbindlichkeit und der Abschreibung auf den Vermögenswert (RoU). Auch wenn die Gesamtsumme der Aufwendungen über die Leasinglaufzeit bei beiden Methoden identisch ist, ist beim Finance-Leasing der verbuchte Aufwand (Abschreibung und Zins) am Anfang der Laufzeit höher und zum Laufzeitende geringer als beim Operating-Leasing. Hierdurch verringert sich in den ersten Perioden nach der Umstellung der Nettogewinn. Dagegen erhöht sich das EBIT, da beim Finance-Leasing ein Teil der Aufwendungen (Zinsen) für die Berechnung des operativen Gewinns nicht relevant ist. Die Effekte auf die Cash-Flow-Rechnung hängen von der Klassifizierung der Zinsaufwendungen (IFRS) ab.

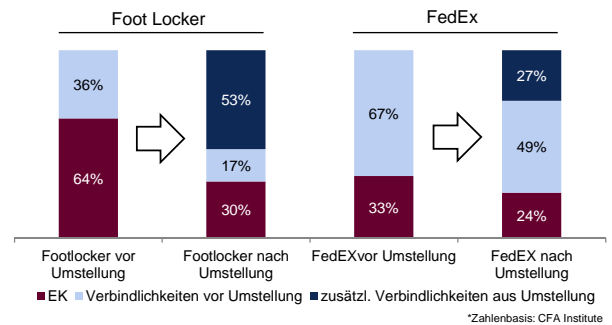
**Effekt der Bilanzierungsumstellung von Operating Leases (IFRS)**

Kennzahl	Richtung	Grund
Operative Marge	↑	EBIT steigt
Nettomarge	↓	Gewinn sinkt
Eigenkapitalrendite	↓	Gewinn sinkt
Gesamtkapitalrendite	↓	Anstieg Assets, Rückgang Gewinn
Verschuldungsquote	↑	Anstieg Gesamtassets

Gängige **Profitabilitäts-, Liquiditäts- und Verschuldungskennzahlen** werden durch die genannten Umstellungen **negativ beeinflusst**. Auf den ersten Blick wird durch die Änderung der Leasing-Bilanzierung eine Verschlechterung der unternehmensspezifischen Fundamentalsituation suggeriert.

Die **größten Effekte** sind in Branchen zu erwarten, in denen Anlagen, Immobilien und Kapitalgüter in der Regel gemietet werden, wie im **Einzelhandel** (z.B. Läden) oder **Transport** (z.B. Flugzeuge). Die folgenden Beispiele US-amerikanischer Unternehmen illustrieren den Einfluss der Bilanzierung von Operating-Leases auf die ausgewiesene Kapitalstruktur. Die Auswirkungen sind auf europäische Unternehmen übertragbar.

**Bilanzieller Effekt der Umstellung - Beispiele**



Beim Vergleich der Q1-Zahlen 2019 mit Vorperioden müssen sich Anleger der genannten Effekte bewusst sein. Um nicht falsche Schlussfolgerungen zu ziehen, ist es unverzichtbar zwischen den rein buchführungstechnisch bedingten und den fundamental getriebenen Einflüssen zu differenzieren. **Gestiegene Verschuldungsquoten** im ersten Quartal 2019 sollten **nicht automatisch als fundamentale Verschlechterung** interpretiert werden.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319  
 Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2019

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.