

IFRS 16 impact voor beursgenoteerd Europa

BACHELORSCRIPTIE

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM
Erasmus School of Economics
Bachelor scriptie Financiële Verslaggeving

Naam student: Thimo van Hecke
Studentnummer: 454423

Begeleider: R.H.R.M. Aernoudts
Tweede beoordelaar: R. van der Wal

Datum draftversie: 07-08-2020

Het geschrevene in deze scriptie is de opvatting van de auteur en niet noodzakelijk die van de begeleider, tweede beoordelaar, Erasmus School of Economics of Erasmus Universiteit Rotterdam.

Abstract

Dit empirisch onderzoek is gedaan om de invloed van de nieuwe verslaggevingsstandaard IFRS 16 *Leases* te meten op de jaarrekening. IFRS 16 is voor boekjaren beginnend op of na 1 januari 2019 verplicht gesteld voor onder andere beursgenoteerde ondernemingen in Europa. Deze nieuwe standaard heeft er voor gezorgd dat het onderscheid tussen financiële en operationele leases is verdwenen. Hierdoor worden nu alle leases op de balans verantwoord. Daarom kijkt dit onderzoek naar de daadwerkelijke impact op de balans, winst-en-verliesrekening en financiële ratio's. Door eerst literatuur te analyseren en vervolgens door het doen van empirisch onderzoek. Hieruit is gebleken dat de impact minder groot is dan voorheen werd gesimuleerd. Echter is de omvang van de impact nog steeds substantieel. Verder blijkt dat de onderzochte financiële ratio's significant verslechteren. Echter zijn de verschillen sectoren erg groot. Wanneer de gebruikers van de jaarrekening goed op de hoogte zijn van de invloed van IFRS 16 op de jaarrekening, dan zal het weinig invloed hebben hun beslissingen.

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	2
1.1	Context.....	2
1.2	Relevantie	3
1.3	Structuur	4
2.	Theoretisch raamwerk.....	5
2.1	Van IAS 17 <i>Leases</i> naar IFRS 16 <i>Leases</i>	5
2.2	Voorgaand onderzoek omtrent operationele leaseverslaggeving	9
3.	Data en methodiek.....	15
3.1	Data.....	15
3.1.1	Ondernemingen	15
3.2	Lease data	16
3.2.1	Financiële ratio's	17
3.2.2	Vergelijking van financiële ratio's	17
3.3	Methodiek.....	19
4.	Resultaten	21
4.1	Inleiding.....	21
4.2	IFRS 16 impact op de balans	21
4.3	Impact op de winst-en-verliesrekening.....	22
4.4	Impact op de financiële ratio's	24
4.5	IFRS 16 onder sectoren	26
4.6	Samenvatting	27
5.	Conclusie en discussie.....	29
	Appendix A - Geciteerde werken.....	31
	Appendix B	34

1. Inleiding

1.1 Context

Voor het wereldwijde landschap omtrent leases, is voor Europa een substantiële rol weggelegd. Zo was de Europese markt in 2015 nog goed voor 38% van het totale wereldvolume. Echter heeft er omtrent de verslaggeving van leases een belangrijke verandering plaatsgevonden. Zo zijn ondernemingen met een notering aan een Europese beurs sinds 1 januari 2019 verplicht om gebruik te maken van de nieuwe verslaggevingsstandaard IFRS 16 *Leases*, ter opvolging van IAS 17 *Leases*. Voorheen werd onder IAS 17 een verschil gemaakt tussen (i) financiële leases en (ii) operationele leases, namelijk: (i) financiële leases volgden een zelfde structuur als bij de aanschaffing van activa en werden derhalve, zowel als actief en verplichting, verantwoord op de balans; en (ii) de operationele leases werden anderzijds beschouwd als ‘niet-uit-de-balans-blijkende-leaseverplichtingen’ (zelfde kenmerken als service contracten), waarbij de onderneming periodieke huurlasten opnam in de winst-en-verliesrekening. Echter, na een aantal schandalen omtrent de externe verslaggeving begin jaren 2000 (zoals: Enron en WorldCom), werden deze ‘niet-uit-de-balans-blijkende-leaseverplichtingen’ het middelpunt van de aandacht. Zo luidde de kritiek dat door het niet zichtbaar maken van de leases op de balans de gebruikers van de jaarrekening¹ niet voldoende middelen beschikbaar werden gesteld voor een juiste bepaling van de financiële positie van een entiteit, of voor het maken van een vergelijking tussen sectorgenoten.

De introductie van IFRS 16 is het antwoord van het International Accounting Standards Board (IASB) op de kritiek op IAS 17. Deze nieuwe standaard zorgt ervoor dat verplichtingen gerelateerd aan operationele leasecontracten, evenals bij financiële leasecontracten, voortaan als leaseverplichting worden opgenomen op de balans van de lessee. Tegelijkertijd wordt een leaseactief erkend, vanwege het gebruiksrecht op het desbetreffende actief (lees vanaf nu: gebruiksrecht-op-leaseactief). Het kapitaliseren van de operationele leases zorgt ervoor dat 85% van de 3 biljoen euro aan wereldwijde lopende leasecontracten voor beursgenoteerde ondernemingen nu wel op de balans wordt verantwoord (Hoogervorst, 2016). Vooral in de Luchtvaart-, Retail- en Energiesector is een sterkte concentratie van operationele leases te zien en zijn de activa en passiva stante pede significant toegenomen. Zo heeft Royal Dutch Shell in

¹ In het Framework van de IASB (Framework par. 1.2) wordt de gebruikersgroep van de jaarrekening gekenmerkt door huidige en potentiële beleggers, financiers en andere crediteuren (als zijnde de primaire gebruikers).

2019 haar balans ten gevolge van de nieuwe standaard met 13 miljard euro zien toenemen. Alhoewel de kasstroom van de onderneming niet wordt beïnvloed door de kapitalisatie van operationele leases, heeft het omvangrijke gevolgen voor de winst-en-verliesrekening van ondernemingen. Zo is het gebruiksrecht-van-leaseactief onderhevig aan afschrijvingskosten en de nieuw opgenomen leaseverplichting aan interestkosten. Als gevolg nemen kerncijfers, zoals: *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation* (EBITDA); en *Earnings Before Interest and Tax* (EBIT), hogere waarden aan in vergelijking tot de oude standaard IAS 17. Dit betekent dat financiële ratio's omvangrijke veranderingen zullen ondergaan, zoals: de 'Gearing'-ratio; 'Return-On-Invested-Capital'-ratio; en waarderingmethodes. Wanneer de gebruikers van de jaarrekening niet goed op de hoogte zijn van deze ontwikkelingen kan het grootschalige consequenties hebben voor de waarderingen van ondernemingen na eerste toepassing van IFRS 16.

De beoogde doelstellingen van IFRS 16 zijn: investeerders ondersteunen in het maken van beter geïnformeerde investeringsbeslissingen; meer uitgebalanceerde lease-versus-koop beslissingen te maken door managementteams; en dat IFRS 16 leidt tot verbeterde kapitaal allocatie ten gunste van economische groei. IFRS 16 heeft dus naast een impact op de verslaggeving van de jaarrekening, ook een economische weerslag. Dit heeft geleid tot de volgende onderzoeksvraag:

Wat is de post-implementatie impact van IFRS 16 'Leases' op de jaarrekening voor Europese beursgenoteerde ondernemingen?

1.2 Relevantie

Het antwoord op deze onderzoeksvraag zal bijdragen aan de maatschappelijke relevantie, doordat de post-implementatie impact van IFRS 16 Leases op Europese beursgenoteerde ondernemingen niet eerder onderzocht is. Voorheen is het effect van IFRS 16 uitsluitend gebaseerd op prognoses. Zo heeft Europe Economics, in opdracht van het EFRAG, in 2017 een onderzoek gedaan naar de economische impact van IFRS 16 over de gehele Europese markt. Ook hebben accountantskantoren diverse onderzoeken gedaan omtrent IFRS 16. Deloitte heeft bijvoorbeeld in 2016 de mogelijke impact op de financiële waardering van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven onderzocht, om helderheid te verschaffen voor de investeerder.

Verslaggeving van leases is al decennialang het onderwerp van vele onderzoeken. Morais (2011) heeft hier geprobeerd invulling aan te geven door een uitgebreid literatuuronderzoek te doen. Zo heeft ze meer dan 80 onderzoeken binnen het onderzoeksveld van leaseverslaggeving

gecategoriseerd in een vijftal gebieden, namelijk: (i) de verandering van verslaggevingsstandaarden en de economische consequenties ervan; (ii) de determinanten van leases; (iii) de waarde-relevantie van informatie omtrent leases; (iv) de waardering van leases; en (v) leases en hun impact op kengetallen. Dit onderzoek draagt bij aan het onderzoeksveld van de lease verslaggeving door zich voornamelijk te focussen op het laatste geïdentificeerde gebied. Zo hebben vele onderzoeken de gesimuleerde impact aangetoond van de kapitalisatie van operationele leases op financiële variabelen en ratio's door het doen van ex-ante impact analyse (Barone *et al.* 2014). Echter, om deze analyses uit te kunnen voeren is gebruik gemaakt van veronderstellingen en simplificaties. Het modelleren van data was noodzakelijk voor het verdisconteren van de toekomstige minimale leasebetalingen, zoals gepresenteerd in de toelichtingen van jaarrekeningen. Dit onderzoek zal voor het eerst werken met werkelijke data en zal daardoor een ex post-impact analyse doen. Op deze wijze wordt een eerste licht geworpen op de daadwerkelijke impact op de jaarrekening voor beursgenoteerde ondernemingen in Europa.

Voor dit onderzoek is de Europese beursgenoteerde markt opgesplitst in 9 sectoren. Voor elke sector zijn de 5 grootste actieve ondernemingen meegenomen in de steekproef, resulterend in een uiteindelijke steekproef van 45 ondernemingen. Deze steekproef verschaft een realistische blik van, zowel de globale als de Europese, impact van IFRS 16; met de Europese markt als één van de omvangrijkste gebieden binnen de invloedssfeer van het IASB.

1.3 Structuur

In het vervolg van dit onderzoek worden allereerst in hoofdstuk 2. 'Theoretisch Raamwerk' de onderliggende vakspecifieke- en wetenschappelijke theorieën uiteengezet. Door de resultaten van al bestaande literatuur ter discussie te stellen, zal een beter inzicht gecreëerd worden van het probleemgebied. Op basis van de uit de bestaande literatuur getrokken conclusies worden er hypothesen opgesteld die door middel van een empirisch onderzoek getoetst worden. Vervolgens bespreekt hoofdstuk 3. 'Data en Methodiek' de dataverzameling en de redenering achter de onderzoeksmethode voor het empirisch onderzoek. Aansluitend worden de resultaten van het onderzoek besproken in hoofdstuk 4. 'Resultaten'. Tot slot, hoofdstuk 5. 'Conclusie en Discussie' presenteert eerst de conclusie op de onderzoeksvraag en vervolgens worden tekortkomingen en mogelijkheden voor vervolgonderzoek ter discussie gesteld.

2. Theoretisch raamwerk

2.1 Van IAS 17 *Leases* naar IFRS 16 *Leases*

Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen bepaald, dat de geconsolideerde jaarrekeningen van Europese beursgenoteerde ondernemingen conform IFRS worden opgesteld. Het rapporteren volgens IFRS, zoals voorgeschreven door de IASB, is met ingang van boekjaren beginnend op of na 1 januari 2005 verplicht gesteld. Hiermee is getracht een Europese harmonisatie omtrent de externe financiële verslaggeving te bewerkstelligen en zo de vergelijkbaarheid tussen jaarrekeningen te verbeteren. De opname van IFRS is sinds het begin voor een aantal standaarden omstreden geweest. Eén van de standaarden die sterk bekritiseerd werd, door zowel academici als belanghebbenden uit de praktijk, is IAS 17 *Leases*. Deze standaard voor de leaseverslaggeving is destijds uitgegeven in 1994 door het toenmalige International Accounting Standards Committee (IASC) en toonde veel gelijkenissen met de Amerikaanse equivalent de Statement of Financial Accounting Standard (FSAS) 13. De kritiek op IAS 17 is ontstaan, doordat ondernemingen tegenwoordig voor de financiering van hun activiteiten veelal diverse vormen van rentedragende verplichtingen aantrekken. Echter, de totaalsom van deze schuldverplichtingen is niet stevast helder door het analyseren van de balans, maar deze is voor sommige financieringsmethoden uitsluitend zichtbaar in de toelichtingen van de jaarrekening. Het gevolg is dat de vergelijkbaarheid tussen jaarrekeningen toeneemt in complexiteit en een juiste financiële analyse bemoeilijkt, doordat ondernemingen die gebruik maken van afwijkende financieringsmethoden voor hun activiteiten anders beoordeelt kunnen worden. De onderliggende oorzaak hiervan zijn de operationele leaseverplichtingen, hetgeen praktisch gezien kwalificeren als rentedragende verplichtingen. Zo reflecteren ze een contractuele obligatie voor de lessee om een vooraf gedefinieerde betaling te doen over een gegeven periode, met een marginale rentevoet ingebed in de betalingsstroom. Zelfs bij faillissement van een onderneming worden operationele leasecontracten op eenzelfde manier behandeld als rentedragende verplichtingen. Het verschil ontstaat echter in de verslaggevingsregels van de jaarrekening. Zoals eerder geschreven, stelt IAS 17 dat operationele leaseverplichtingen niet als verplichting op de balans verantwoord worden. Het opnemen van de desbetreffende informatie als ‘niet-uit-de-balans-blijkende-leaseverplichtingen’ in de toelichtingen is voldoende.

Echter, in een poging de transparantie omtrent lease verslaggeving te vergroten hebben de International Accounting Standards Board (IASB) en de US Financial Accounting Standards

Board (FASB) nieuwe verslaggevingsstandaarden voor boekjaren beginnend op of na 1 januari 2019 verplicht gesteld. Deze nieuwe verslaggevingsstandaarden, respectievelijk IFRS 16 – IASB en Topic 842 – FASB, zijn in substantiële mate equivalent aan elkaar. Desalniettemin verschillen de standaarden wel in de recognitie en presentatie van leaseverslaggeving. Met de Europese Unie als substantieel gebied onderhevig aan de invloedssferen van het IASB, heeft het rapporteren onder IFRS 16 een omvangrijk effect op vele Europese beursgenoteerde ondernemingen.

Onder IFRS 16 wordt de definitie van een lease als volgt: ‘een contract, of een deel van een contract, die het gebruiksrecht overdraagt van een actief (het onderliggende actief) voor een bepaalde periode van tijd, in ruil voor een tegenprestatie bevat’. Deze definitie is grotendeels hetzelfde als onder IAS 17, maar veranderd voornamelijk de leidraad voor de toepassing ervan. Zo kan een contract alleen een lease zijn (of bevatten) als het onderliggende actief ‘geïdentificeerd’ is. Rechthebbende op het gebruik van het geïdentificeerde actief kent twee cumulatieve vereisten, namelijk: (i) zeggenschap over het gebruik van het geïdentificeerd actief; en (ii) het verkrijgen van alle economische voordelen die voortvloeien uit het gebruik van het geïdentificeerd actief. Deze rechten moeten gedurende een bepaalde periode bestaan, wat ook kan worden bepaald door een gespecificeerde hoeveelheid van gebruik. Oftewel, als een consument de zeggenschap heeft over het gebruik van het geïdentificeerd actief voor een bepaalde periode van tijd, dan bevat het contract een lease. Voor de verslaggeving van leases kan er onderscheid gemaakt worden tussen de verslaggeving voor lessees of lessors. Echter, brengt IFRS 16 geen substantiële verandering voor lessors teweeg en dit is daarom niet relevant voor dit onderzoek. Desalniettemin, is de verslaggeving voor lessees wel fundamenteel veranderd. Zo is de verslaggeving voor financiële- en operationele leases in essentie hetzelfde geworden. Mits, er geen sprake is van de volgende uitzonderingen, namelijk: (i) leasecontracten met een termijn korter dan 12 maanden; of (ii) ‘activa van lage waarde’ (aanschafwaarde van €5.000 of minder in nieuwstaat). Bij de toepassing van IFRS 16 is een lessee nu verplicht om bij aanvang van een leasecontract met het volgende rekening te houden (IASB, 2016):

- (i) het opnemen van een gebruiksrecht-op-leaseactief en een leaseverplichting op de balans, aanvankelijk berekend over de contante waarde van de onvermijdelijke toekomstige leasebetalingen;

- (ii) het opnemen van afschrijvingskosten over de gebruiksrecht-op-leaseactief en rentelasten over de leaseverplichting in de winst-en-verliesrekening gedurende het leasetermijn; en
- (iii) het afsplitsen van het totaalbedrag in een aflossingsdeel van de leaseverplichting (gepresenteerd als financieringskasstroom) en de betaling van het rentedeel in overeenstemming met de vereisten voor betaalde rentes (gepresenteerd als operationele of financieringskasstroom) in het kasstroomoverzicht.

Bij de eerste toepassing van de nieuw opgenomen leaseverplichting, die geplaatst wordt onder de rentedragende verplichtingen, vind de waardering plaats tegen de contante waarde van de toekomstige leasebetalingen over de nog resterende leaseperiode. De waardering van de leaseverplichting zal vervolgens plaatsvinden tegen de geamortiseerde kostprijs die gebaseerd wordt op de effectieve-interestmethode. Ingeval er contractuele wijzigingen of andere omstandigheden zich voordoen, dient er op dat moment een herwaardering van de leaseverplichting plaats te vinden. Hierbij hangt de te hanteren initiële of nieuwe disconteringsvoet af van de aard van de wijziging. Deze waardewijziging (afhankelijk van de aard ervan) wordt vervolgens geëffectueerd in de waarde van het leaseactief (bij een wijziging in de geschatte duur van de leaseperiode) of in de winst-en-verliesrekening (bij het inkorten van de leaseperiode) (Arnold & Tahtah, 2017).

Bij de eerste toepassing van de nieuw opgenomen gebruiksrecht-op-leaseactief, die geplaatst wordt onder de materiële vaste activa, vind de waardering plaats tegen de kostprijs. Deze waardering is gelijk aan de initiële waardering van de leaseverplichting zoals in de vorige alinea beschreven. Vervolgens wordt deze initiële waarden van de gebruiksrecht-op-leaseactief verhoogd met gedane betalingen voor aanvang van de lease en verminderd met ontvangen eventuele kortingen van de lessor. Daarnaast moet de lessee de initiële directe kosten plus een schatting van de verwachte kosten voor de opruiming van het actief na einde van het leasecontract erbij samentrekken. Vervolgens vind de waardering van het leaseactief plaats tegen de kostprijs verminderd met cumulatieve afschrijvingen (overeenkomstig IAS 16) en bijzondere waardeverminderingen (overeenkomstig IAS 36). Alternatieve waarderingsgrondslagen (overeenkomstig IAS 16 en IAS 40) zijn onder voorwaarden mogelijk (Arnold & Tahtah, 2017).

Tot slot biedt IFRS 16 een tweetal overgangsmethoden voor de eerste applicatie voor boekjaren beginnend op of na 1 januari 2019. Mits er geen sprake is van vervroegde toepassing door een onderneming (alleen mogelijk indien vóór of op tijdstip van de initiële applicatie ook

IFRS 15 *Revenue from Contracts with Customers* is toegepast). Bij deze eerste applicatie van IFRS 16 kunnen ondernemingen kiezen tussen (overeenkomstig IFRS 16.C5): een (i) retrospectieve applicatie voor elke voorgaande gepresenteerde verslaggevingsperiode door middel van toepassing van IAS 8 *Accounting Policies in Accounting Estimates and Errors*; of een (ii) ‘cumulatieve catch-up’-methode waarbij de Standaard retrospectief wordt toegepast met het gecumuleerde effect geregistreerd op datum van de initiële applicatie (overeenstemming IFRS 16:C7-C13). Onder methode:

- (i) Zijn ondernemingen niet verplicht om alle bestaande leasecontracten opnieuw te beoordelen of het contract volgens de toepassing van IFRS 16 ook een leaseovereenkomst bevat. De desbetreffende activa en passiva die uit deze leasecontracten ontstaan worden berekend alsof IFRS 16 altijd al is toegepast en cijfers van vergelijkende jaren worden aangepast; of
- (ii) Biedt een overgangsregeling waarbij vergelijkende cijfers van voorgaande jaren niet aangepast dienen te worden. De lessee registreert het cumulatieve effect als een aanpassing op de openingsbalans van ingehouden winsten van het jaar waarin deze IFRS 16 voor het eerst toepast. Vervolgens worden bestaande financiële leasecontracten verwerkt door de voorgaande boekwaardes van zowel de actieven, als de verplichtingen volgens IAS 17 op te nemen. Verder bepaalt de lessee de leaseverplichting op basis van de contante waarde van de resterende betalingen na het eerste toepassingsmoment door gebruik te maken van de marginale rentevoet van de lessee op eerste toepassingsdatum. Tot slot geeft deze aanpak voor de eerste verwerking/waardering van het leaseactief twee opties per leaseovereenkomst afzonderlijk te bepalen:
 - a. alsof IFRS 16 altijd zou zijn toegepast, echter met gebruikmaking van de marginale rentevoet van de lessee op eerste toepassingsmoment; of
 - b. de initiële waardering van het leaseactief is gelijk aan het bedrag van de leaseverplichtingen op eerste toepassingsmoment.

Aan deze twee overgangsmethoden zijn voor- en nadelen verbonden. De retrospectieve methode kan een kostbare en tijdrovende exercitie zijn voor ondernemingen met veel leasecontracten. Het voordeel is echter dat dit wel leidt tot een consistente verwerking van leases in de jaarrekening wat de inzichtelijkheid in de financiële positie omtrent leases verbetert. Daartegenover is de ‘cumulatieve catch-up’-methode minder gecompliceerd, wat resulteert in minder inzichtelijkheid. Het toepassen van deze methode leidt tot inconsistentie in de verwerking van leases en dit heeft nadelige gevolgen. Zo zijn de afschrijvingen relatief

hoger na eerste toepassing en de interestlasten lager. Deze exercitie kan jaren duren alvorens alle leasecontracten consistent verwerkt zijn (Arnold & Tahtah, 2017).

2.2 Voorgaand onderzoek omtrent operationele leaseverslaggeving

Operationele leases zijn in 1976 ontstaan toen de FASB een nieuwe Standaard omtrent leaseverslaggeving verplicht stelde, namelijk SFAS No. 13 *Accounting for Leases* (kort daarna het equivalente IAS 17). Voordat de Standaard werd aangepast waren er vele soorten van leases. Het type leases die effectief betalingen van activa waren werden vanaf nu financiële leases genoemd en de resterende leases vielen onder de operationele leasecategorie. Voorheen werden financiële leases gerapporteerd in de toelichtingen van de jaarrekeningen. De intrede van SFAS No. 13 stelde het verplicht om nu alle financiële leases te rapporteren als activa en passiva. Dit haalde effectief alle financiële leases uit de toelichtingen en deze werden voortaan op de balans verantwoord. Echter vond er een aanzienlijk substitutie-effect plaats. Ondernemingen die voorheen veelal gebruik maakten van financiële leases, kregen nu een sterke preferentie voor operationele leases door de voordelige verslaggeving ervan (Imhoff & Thomas, 1988). Zo bediscussieerde Frecka (2008) met een kritische grondslag de ethiek van de verslaggeving van operationele leases vanuit het aspect dat ondernemingen bewust kunstmatige leases creëren door het opstellen van complexe leasecontracten. Zo voorkomen ondernemingen dat de geleasede activa en verplichtingen op de balans komen te staan, terwijl ze wel gebruikt worden bij het genereren van inkomsten. Dit is mogelijk door het *rule-based* systeem van IFRS, hetgeen onder andere betekent dat afwijkingen van specifieke regels niet of nauwelijks mogelijk zijn. Oftewel dit systeem biedt ondernemingen in deze situatie de mogelijkheid om de voorwaarden van het leasecontract dusdanig aan te passen dat het artificieel geclassificeerd is als operationele lease en hierdoor buiten de balans valt. Ook de externe accountant is zich hiervan bewust, zo blijkt uit onderzoek van Nelson *et al.* (2002) dat wanneer een onderneming bewust gebruik maakt van financiering door operationele leases dit typerend is voor een *earnings management*² situatie. Bovendien, documenteren Beatty *et al.* (2010) dat ondernemingen die onderhevig zijn aan informatie-asymmetrie door lage kwaliteit van verslaggeving, eerder geneigd zijn om gebruik te maken van operationele leasetransacties. Wanneer andere partijen als gevolg de financiële positie van een onderneming niet juist

² Earnings management kan gedefinieerd worden als niet-neutrale financiële verslaggeving waarin managers bewust invloed uitoefenen in het financiële verslaggevingsproces voor het verkrijgen van persoonlijk gewin (Schipper, 1989)

beoordelen, dan is het profitabel voor een onderneming om de desbetreffende informatie buiten de balans te houden. Verder kan het management zo de anders negatieve impact op financiële ratio's ontwijken, die vaak gekoppeld zijn aan leningconvenanten³, en zo de kredietwaardigheid van de onderneming beïnvloeden. Daarbij kan ook het beloningsplan van het management afhangen van bepaalde winstmaatstaven, bijvoorbeeld ROA of ROE. Hetgeen, zij erbij gebaat zijn balans afhankelijke rentabiliteit-ratio's zo min mogelijk negatief te beïnvloeden (Imhoff *et al.*, 1991; Jesswein, 2008; Fülbier *et al.*, 2008; & Duke *et al.*, 2009).

Om de invloed van het kapitaliseren van niet-in-de-balans-verwerkte operationele leasecontracten op de jaarrekening te onderzoeken, kunnen twee benaderingen worden onderscheiden in de verslaggeving literatuur: (i) *Discounted Cash Flow methode (lees hierna DCF-methode)* en (ii) *Multiplier methode*.

- (i) De DCF-methode kapitaliseert de in de toelichting vermelde niet-in-de-balans-verwerkte operationele leasecontracten, door de totale toekomstige minimale leasebetalingen contant te maken. De DCF-methode wordt voornamelijk gehanteerd in academisch onderzoek naar de impact van het kapitaliseren van leasecontracten (Imhoff *et al.*, 1991, 1997; Fülbier *et al.*, 2008; Duke *et al.*, 2009; Arnold & Tahtah, 2017; en EFRAG, 2017)
- (ii) De Multiplier-methode ook wel de factor methode genoemd. Deze methode vermenigvuldigd de jaarlijkse operationele leasekosten, zoals verwerkt in de winst-en-verliesrekening, met een sector afhankelijke multiplierfactor (in het bereik 3x tot en met 6x). Deze methode wordt nauwelijks gehanteerd in academische literatuur, maar voornamelijk door rating agencies en analisten (Moody's, 2015). Echter, hebben Fülbier *et al.* (2008) de multiplier methode gehanteerd om resultaten te vergelijken verkregen onder de DCF-methode.

Alhoewel beide methoden niet expliciet genoemd worden in IFRS 16, kan wel worden opgemerkt dat de DCF-methode impliciet wordt gefaciliteerd. Zo bevat de eerdergenoemde 'cumulatieve catch-up' overgangsmethode bij het bepalen van de leaseverplichting de optie om de marginale rentevoet van de lessee op eerste toepassingsdatum te hanteren, in plaats van de disconteringsvoet per aanvang van het leasecontract (Arnold & Tahtah, 2017). Daarbij heeft

³ Het begrip leningconvenant in dit onderzoek wordt gebruikt om provisies of clauses in een financieringscontract aan te duiden. Deze verplichten de kredietnemer om een drempelwaarde van een vooraf gespecificeerde boekhoudkundige maatstaf te handhaven, veelal in de vorm van een ratio.

de EFRAG (2017) in hun *ex ante* impactanalyse van IFRS 16 ook deze methode gebruikt, wat tenslotte in opdracht is geweest van het IASB.

Als de operationele leases vervolgens gekapitaliseerd zijn (gebruikmakend van de DCF-methode of de Multiplier methode) gebruiken onderzoekers dit voor het analyseren van de omvang van veranderingen in de jaarrekening. Deze jaarrekening analyse is een primaire methode die bijdraagt aan het doel van de financiële verslaggeving; het verschaffen van informatie over de financiële positie, resultaten en wijzigingen in de financiële positie. Dit ter ondersteuning voor de gebruikers ervan in het mogelijk maken van verantwoorde economische oordeelsvorming. In het kader van de vergelijkbaarheid evalueren de gebruikers, de jaarrekening van een onderneming via twee methoden: (i) tijdsvergelijking; een vergelijking van de onderneming met zichzelf, door te analyseren hoe de onderneming door de tijd heen veranderd; (ii) bedrijfsvergelijking; een vergelijking van de onderneming met andere ondernemingen, gebruikmakend van financiële ratio's (Berk & DeMarzo, 2017).

De eerste methode legt de focus op een evaluatie van een onderneming door het benaderen van data over meerdere jaren. Het belang hiervan wordt benadrukt door het IASB, zo zijn ondernemingen volgens *IAS 1 – Presentation of Financial Statements* verplicht om bij iedere post van de jaarrekening het bedrag van het voorafgaande jaar te vermelden (IAS 1.38). Door middel van deze tijdsvergelijking kunnen gebruikers ontwikkelingen in de financiële positie en de resultaten onderkennen. De analysetechnieken die hieraan ten grondslag liggen zijn (i) de horizontale analyse; en (ii) de verticale analyse. (i) De horizontale analyse geeft de relatieve verandering van een jaar ten opzichte van het basisjaar. Dit type analyse wordt in het algemeen niet als nuttig wordt beschouwd, doordat het geen informatie verschaft over waar de verandering vandaag komt. Echter, in het kader van de lease kapitalisatie is wel bekend waar de verandering vandaan komt. Hierdoor verdiept een analyse van de relatieve veranderingen, in zowel balansposten als de winst-en-verliesrekening, het huidige inzicht, doordat het nu informatie verschaft in hoeverre de lange- en korte termijn financiële positie van ondernemingen door de implementatie van IFRS 16 is veranderd. Doordat de operationele leases uit de toelichtingen worden gehaald, wordt verwacht aan de passivazijde van de balans een significant positief effect op te merken in de lange termijn rentedragende verplichtingen van de ondernemingen, maar een beperkt negatief effect op de boekwaarde van het eigen vermogen (Arnold & Tahtah, 2017). Verder zal de activazijde van de balans een significante stijging zien van de lange termijn activa, door het opnemen van de balanspost van gebruiksrecht-op-leasebezitting. Daarbij zal de relatieve impact in de winst-en-verliesrekening

terug te zien zijn in: (i) de EBITDA (Het resultaat vóór aftrek van interest, belastingen, afschrijvingen op materiële en immateriële vaste activa), dit wordt beschouwd als een goede weergave van de operationele kasstroom van een onderneming; en (ii) EBIT (het resultaat vóór aftrek van financieringskosten en belastingen), ook wel operationeel resultaat. EBITDA wordt beschouwd als een goede weergave van de operationele kasstroom van een onderneming. Door de operationele leasekosten nu uit de operationele kosten worden gehaald, wordt een significante stijging verwacht. Als vervolgens de additionele afschrijvingen op het gebruiksrecht-op-leasebezetting bovenop de reguliere afschrijvingskosten worden afgetrokken, dan is de impact op het operationele resultaat, ofwel EBIT te zien. (ii) De verticale analyse, ofwel de componenten analyse, toont de relatieve relatie van jaarrekeningposten tot een totaal. Hiermee kan de compositie van de diverse activa en passiva in relatieve verhouding met elkaar vergeleken worden en biedt zo een context waarin de prestaties van ondernemingen met zichzelf, tussen ondernemingen (benchmarken), maar ook tussen industrieën vergeleken kan worden.

De tweede analysemethode legt de focus op het vergelijken van zowel bedrijven onderling, als met industrieën. Door middel van bedrijfsvergelijking is de relatieve positie wat betreft de financiële positie en de resultaten (en de daarin opgetreden wijzigingen) te beoordelen. Binnen deze analysemethode is het gebruik van financiële ratio's van fundamenteel belang, doordat het de gebruikers van de jaarrekening in een kort bestek kennis laat nemen van de ontwikkelingen in de financiële positie en de resultaten van een onderneming, als dan niet voor een langere reeks van jaren. Echter het juist beoordelen van financiële ratio's is van substantieel belang. De kritiek op het gebruik van financiële ratio's vloeit hieruit voort, doordat verschillende factoren een grote invloed op de ratio's kunnen hebben. Zoals verschillen in verslaggevingsmethoden, grootte van de onderneming en de tijdsperiode. Dit maakt het onmogelijk om een representatief gemiddelde van deze ratio's te berekenen, doordat de ratio's niet normaal verdeeld zijn. Echter, doordat het maken van beslissingen in de financiële wereld gepaard gaat met onzekerheid, bieden financiële ratio's een middel om de onzekerheid te verminderen. Als de ratio's in het juiste perspectief worden geplaatst, namelijk het vergelijken van ondernemingen met dezelfde grootte en binnen dezelfde industrie, dan is het gebruiken van financiële ratio's een goede indicatie voor de financiële prestaties van ondernemingen (Harrison Jr. *et al.*, 2014).

De kengetallen kunnen onderverdeeld worden in drie categorieën voor de impactanalyse van het kapitaliseren van niet-in-de-balans-verwerkte operationele leases (Fülbier *et al.*, 2008

en Barone *et al.*, 2014). De eerste categorie heeft betrekking op ratio's gerelateerd aan de veranderingen in de structuur van de balans. Zoals de 'Equity-to-Assets'-ratio (*Eigen vermogen / Totale activa*) en de 'Debt-to-Equity'-ratio (*Rentedragende verplichtingen / Eigen vermogen*). Diverse onderzoeken identificeren deze ratio's als structurele risicomaatstaven voor het evalueren van een onderneming haar operationele- en financiële risico's en tonen een relatie aan tussen deze risicomaatstaven aangepast voor operationele leases en aandelenwinsten (Imhoff *et al.*, 1993; Beattie *et al.*, 2000; Fülbier, 2008; en Morales-Díaz & Zamoro-Ramírez, 2018). In de praktijk is dit ook terug te zien, zo kan de 'Debt-to-Equity'-ratio een belangrijke indicator zijn in welke mate de onderneming in staat is zijn rentedragende verplichtingen te voldoen en wordt bijvoorbeeld gehanteerd in leningconvenanten. Een toename van dit ratio geeft een indicatie van een toename van dit risico. Als gevolg kunnen veranderingen in een dergelijk ratio, het gedrag van het management beïnvloeden (Arnold & Tahtah, 2017).

De tweede categorie heeft betrekking op ratio's die een indicatie geven voor de rentabiliteit en de kostenstructuur van ondernemingen. Voorbeelden van deze prestatie ratio's zijn: de 'Operating-Margin'-ratio (*EBIT / Omzet*); de 'Return-on-Assets'-ratio (*EBIT / Gemiddelde totale activa*), de 'Return-on-Invested-Capital'-ratio (*EBIAT / Gemiddeld geïnvesteerd vermogen*); de 'Net-Debt-to-EBITDA'-ratio (*Netto rentedragende verplichtingen / EBITDA*); 'Times-Interest-Earned'-ratio (*EBIT / rentekosten*). Deze ratio's zijn voornamelijk relevant voor waarderingsdoeleinden van financiële analisten en vermogens investeerders, doordat ze een indicatie geven wat de impact is op de terugbetalingscapaciteit van een onderneming. Ook in deze categorie van ratio's kan het gedrag van het management erdoor beïnvloed worden als het bonusplan gekoppeld is aan rentabiliteit ratio's. Voor het berekenen van deze ratio's wordt veelal gebruik gemaakt van in oorsprong Amerikaanse kerncijfers, bedoeld als performance-indicatoren. De belangrijkste daarvan zijn EBITDA en EBIT (van Limpt, Pronk, & Visser, 2019).

De laatste categorie onderbouwt de impact op de bedrijfswaardering uit het perspectief van de kapitaalmarkt, gegeven het feit dat ze veelal gebruikt worden in waarderingsmultiples (McKinsey, 2005). Veel voorkomend zijn de 'Price-Earnings'-ratio (*Marktwaaarde / Nettoresultaat*); de 'Book-to-Market'-ratio (*Boekwaarde eigen vermogen / Marktwaaarde eigen vermogen*); en de 'Enterprise-Value-to-EBITDA'-ratio. Deze categorie kent eenzelfde effect op het gedrag van management als de voorgaande.

In tabel 3.2 zijn de voorgaande onderzoeksresultaten samengevat van het effect van de operationele lease kapitalisatie op de financiële ratio's van ondernemingen. Op basis van

voorgaand onderzoek is de voorlopige conclusie dat het werkelijke effect van de IFRS 16 implementatie een significant effect zal hebben op de jaarrekeningen van ondernemingen. Hieruit volgen de volgende hypothesen:

H_{0,1}: IFRS 16 heeft een significante impact op de ontwikkeling van de financiële positie en resultaten van Europese beursgenoteerde ondernemingen

H_{0,2}: IFRS 16 heeft een significante impact op de financiële ratio's van Europese beursgenoteerde ondernemingen

Voorgaande literatuur laat zien dat de impact ook sectorafhankelijk is. Zo maken de Luchtvaart- en Retailsector substantieel meer gebruik van operationele leasecontracten, dan ondernemingen binnen de utiliteitensector (Europe Economics, 2017). Dit heeft geleid tot de derde hypothese:

H_{0,3}: IFRS 16 heeft een significante impact voor Europese beursgenoteerde ondernemingen, afhankelijk van in welke sector de onderneming opereert.

3. Data en methodiek

3.1 Data

3.1.1 Ondernemingen

De steekproef voor dit onderzoek bestaat uit ondernemingen met een officiële Europese beursnotering in de periode 2018-2019. Hierbij is 2018 de ex ante-implementatie periode en 2019 de ex post-implementatie periode. Wanneer blijkt dat ondernemingen voor een vervroegde implementatie hebben gekozen in 2018, dan zullen deze ondernemingen geëlimineerd worden uit de steekproef. Voor het selecteren van de ondernemingen wordt gebruik gemaakt van de database ‘Thomson One’. Thomson One is een gespecialiseerde database onder eigendom van Refinitiv (voorheen Thomson Reuters). Thomson One is gericht op beursgenoteerde ondernemingen wereldwijd. Het verschaft financiële data van jaarrekeningen, over fusies & overnames en Initial Price Offerings (IPO’s). De beslissing om Thomson One te gebruiken is doordat deze database een functie heeft om te zoeken op beursgenoteerde ondernemingen per gebied en vervolgens per sector (volgens de sectorclassificatie van de Industry Classification Benchmark (ICB)). De verschillende sectoren zijn in Tabel 3.1 weergegeven. Echter zijn in de classificatie van de ICB een paar aanpassingen gedaan voor dit onderzoek. Zo zijn de drie subcategorieën binnen ‘Consumer Services’ opgesplitst. Dit zijn ‘Retail’, ‘Media’ en ‘Travel & Leisure’. De verwachte impact op ‘Retail’ en ‘Travel & Leisure’ is van substantiële aard ((Deloitte, 2016) (IASB, 2016) (Europe Economics, 2017) en het is relevant om deze als aparte categorieën te behandelen voor de robuustheid van het onderzoek. Verder wordt ‘Media’ samen met ‘Telecommunications’ onder ‘Technology’ gevoegd. Hiermee ontstaat dus ‘Technology, Media & Telecommunications’ (TMT) sector. Derhalve is ervoor gekozen om de financiële dienstensector buiten het spectrum van dit onderzoek te plaatsen. Zo is uit het onderzoek van de EFRAG in 2015 gebleken dat de niet-in-de-balans-verwerkte leaseverplichtingen in deze sector minder dan 1% van hun rentedragende financiering bedraagt. Dit was ook reden voor Arnold en Tahtah (2017) om deze sector buiten beschouwing van hun onderzoek te laten.

Tabel 3.1: Sectorindeling onderzoek

Sectoren volgens de ICB	Sectoren volgens dit onderzoek
Oil & Gas	Oil & Gas
Basic Materials	Basic Materials
Industrials	Industrials
Consumer Goods	Consumer Goods
Health Care	Health Care
Consumer Services	Retail
Telecommunications	Travel & Leisure
Utilities	Utilities
Technology	Technology, Media & Telecommunications

Door de onderverdeling in de verschillende sectoren worden per sector de vijf grootste ondernemingen op basis van hun ‘Enterprise Value’ op 31 december 2019 geselecteerd. Hierbij krijgt ‘Enterprise Value’ de voorkeur boven ‘Market Value’, doordat de ‘Enterprise Value’ van een onderneming de waarde weerspiegelt van de onderliggende activa, onaangetast door rentedragende verplichtingen en afgezonderd van de liquide middelen. Dit is tegenstelling tot de ‘Market Value’, dat uitsluitend een beoordeling geeft over de toekomstige waarde dat investeerders verwachten de onderliggende activa zullen genereren. Wanneer een onderneming buiten de steekproef valt door vervroegde toepassing van IFRS 16, dan zal de onderneming met de daaropvolgend grootste ‘Enterprise Value’ meegenomen worden in dit onderzoek, zodat de robuustheid van de resultaten niet negatief beïnvloed wordt. Door deze selectie op basis van de ‘Enterprise Value’ is er een steekproef ontstaan van 45 ondernemingen, onderverdeeld in negen sectoren binnen Europa (zie Appendix B: Tabel B.1).

3.2 Lease data

Het IFRS 16 effect op de operationele leases wordt handmatig uit de jaarrekeningen gehaald. Hierbij wordt gekeken naar de balans, winst-en-verliesrekening en de toelichtingen voor de steekproef voor eerste toepassingsdatum 1 januari 2019. Hierbij kan gebruik gemaakt worden van jaarrekeningen in de periode 2017-2019. Er zijn geen financiële databases die voldoende beschikbare informatie aanleveren omtrent leasing om het effect daaruit af te leiden.

In dit onderzoek zal er alleen gewerkt worden met de Euro valuta. Wanneer een onderneming zijn jaarrekening met een andere valuta presenteert, zullen de cijfers omgerekend worden tot de Euro. Hierbij wordt de slotkoers van 31 december 2018 aangehouden (zie Appendix B tabel B.2)

3.2.1 Financiële ratio's

Dit onderzoek onderzoekt de impact op diverse financiële ratio's door de toepassing van IFRS 16. Tabel 3.2 laat de verschillende ratio's zien die in dit onderzoek geanalyseerd zullen worden. De keuze voor de ratio's is gebaseerd op voorgaande onderzoeken die de kapitalisatie impact van operationele leases hebben onderzocht. Daarbij laat Tabel 3.2 ook het verwachte teken zien van de IFRS 16 impact.

Tabel 3.2: Overzicht financiële ratio's

Financiële ratio's		Formule	Teken
Balansstructuur-ratio's			
Equity-to-Assets	EA	Eigen Vermogen / Totale activa	-
Gearing: Debt to Equity	DE	Rentedragende verplichtingen / Eigen Vermogen	-
Prestatieratio's			
Operating Margin	PM	EBIT / Omzet	+ / -
Return on Assets	ROA	EBIT / Gem. Totale activa	+ / -
Net Debt to EBITDA	NDEBITDA	Netto-rentedragende verplichtingen / EBITDA	+
Return on Invested Capital	ROIC	NOPAT / Gem. Geïnvesteed vermogen	+ / -
Times Interest Earned	TIE	EBITDA / Rentekosten	+
Waarderingsratio's			
Price Earnings	PE	Marktwaaarde / Nettoresultaat	+
Book to Market	BM	Boekwaarde / Marktwaaarde	-
Enterprise Value to EBITDA	EV/EBITDA	Enterprise Value / EBITDA	-

Vervolgens zullen de resultaten handmatig verwerkt worden in Microsoft Excel. De ontstane database zal daarna door het statistische programma Stata getoetst worden op significantie.

3.2.2 Vergelijking van financiële ratio's

Diverse onderzoeken hebben het gebruik van financiële ratio's in externe verslaggevingsliteratuur nader bekeken. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen het normatieve- en descriptieve gebruik ervan. Normatieve financiële ratio's hebben als doel om een maatstaf te zijn voor de prestaties van een onderneming in relatie met een specifieke standaard. Het descriptieve gebruik van financiële ratio's focust zich meer op de voorspellende waarde van desbetreffende financieel ratio. In dit onderzoek zal de focus liggen op het normatieve gebruik van financiële ratio's.

Het normatieve gebruik van financiële ratio's vergelijkt het berekende ratio met een standaard. Deze vergelijking leidt tot een conclusie of het berekende ratio laag of hoog is, in vergelijking met de standaard. Deze standaard kan een theoretische fundering hebben; kan gebaseerd zijn op historische data van de desbetreffende onderneming; of kan vergeleken worden met een concurrerende onderneming. De verschillende statistische modellen die beschikbaar zijn voor het normatieve gebruik van financiële ratio's hebben diverse statistische

eigenschappen van de onderliggende data benodigd. Dit onderzoek vergelijkt financiële ratio's voor ondernemingen en sectoren pre- en post implementatie van IFRS 16. Deze vergelijking kan gemaakt worden door gebruik te maken van het gemiddelde of de mediaan. Hierbij wordt het gemiddelde beïnvloedt door extreme waarden, terwijl de mediaan hier niet gevoelig voor is. De mediaan kijkt puur naar de rangorde van de observaties. Toetsen gebaseerd op de varianties van de data (gemiddelde-toetsen) zijn parametrische toetsen; toetsen gebaseerd op de rangorde van de observaties (mediaan-toets) zijn niet-parametrische toetsen. Parametrische toetsen worden gezien als krachtiger doordat ze niet alleen de rangorde van de observaties meenemen, maar ook de varianties kunnen berekenen. Echter, een parametrische toets is alleen te gebruiken wanneer de data aan een aantal veronderstellingen voldoet waarop deze parametrische toetsen zijn gebaseerd (Lückerath-Rovers, 2007).

- (i) Interval meten; de data moet gelijke intervallen hebben; financiële ratio's, die numerieke maatstaven zijn, moeten gelijke intervallen hebben om een parametrische toets toe te passen.
- (ii) Normale verdeling; de data moet dusdanig normaal verdeeld zijn, dat extreme waarden geen overmatige invloed hebben op de toets. Verdelingen met extreme waarden aan één kant, worden scheve verdelingen genoemd. Wanneer sprake is van een scheve verdeling, heeft een niet-parametrische toets de voorkeur. Doordat het bekend is dat financiële ratio's een scheve verdeling hebben, is het aannemelijk dat een parametrische toets niet uitgevoerd kan worden.
- (iii) Homogeniteit van de variantie; de variantie van de data moet gelijk verdeeld zijn. Doordat de financiële ratio's in een pre- en post setting vergeleken worden (gepaarde steekproef), zal de veronderstelling van homogeniteit van de variantie waarschijnlijk voldoen.

Vergelijkbare onderzoeken die de impact analyseren van het kapitaliseren van de operationele leases, hebben verschillende toetsen gehanteerd. Zo maakten Beattie et al. (1998) gebruik van zowel gemiddelden als mediaan toetsen. Hierbij tonen ze alleen de resultaten omtrent de gepaarde t-toets. Er wordt echter wel vermeld dat de resultaten onder de Wilcoxon rangtekentoets een hoger significantieniveau hebben. Füllbier *et al.* (2008) legden de focus op de Wilcoxon rangtekentoets, maar ook op de Spearman Rang Correlatie. Hun resultaten geven ook een significante impact aan.

Op basis van bovenstaande informatie is ervoor gekozen om voor dit onderzoek gebruik te maken van zowel de gepaarde t-toets, als de Wilcoxon rangtekentoets. Maar zullen de

resultaten voor de gepaarde t-toets leidend zijn. Echter, kan de Wilcoxon rangtekentoets wel gebruikt worden om ondernemingen onderling te vergelijken. Daarnaast, zullen de Spearman rangcorrelatiecoëfficiënten berekend worden om te toetsen of de rangorde van de bedrijven door de verandering in elk ratio te meten na de implementatie van IFRS 16.

3.3 Methodiek

Deze studie onderzoekt de impact op diverse financiële ratio's door de implementatie van IFRS 16 *Leases*. Echter, voor de bepalingen van deze impact zijn een aantal veronderstellingen noodzakelijk geweest. De overgangsbepalingen van IFRS 16 bieden namelijk meerdere opties voor lessees bij eerste toepassingsdatum. Bij de volledig-retrospectieve optie wordt IFRS 16 volledig met terugwerkende kracht ingevoerd en vergelijkende cijfers worden aangepast. Als de lessee voor deze optie kiest, kan het daadwerkelijke IFRS 16 effect bepaald worden zonder gebruik te maken van veronderstellingen. Hierbij worden de cijfers van het voorgaande boekjaar vergeleken met de openingscijfers van het nieuwe boekjaar en op basis van het verschil kan de impact worden bepaald.

Bij de 'beperkt-retrospectieve' overgangsmethode past de lessee de vergelijkende cijfers niet aan en verwerkt het cumulatieve effect in het openingsvermogen van het jaar waarin deze IFRS 16 voor het eerst toepast. Voor het bepalen van de operationele leaseverplichting wordt gebruik gemaakt van de in de jaarrekening verstrekte contante waarde van de operationele leaseverplichting op eerste toepassingsdatum. Verder kan het leaseactief door twee verschillende verwerkingwijzen worden bepaald. De eerste optie is door een retrospectieve bepaling van het leaseactief met gebruikmaking van de marginale rentevoet op dat moment. De tweede optie is het leaseactief gelijk te waarderen aan de leaseverplichting. Als voor de eerste optie gekozen wordt, dan zijn het leaseactief en de leaseverplichting niet aan elkaar gelijk, doordat de verhouding tussen de resterende- en de totale leaseperiode aan veronderstellingen onderhevig is. Het ontstane verschil zorgt voor een impact op het eigen vermogen. Zie grafiek 3.1 voor een visuele weergave van voor welke overgangsbepaling gekozen is.

Bij het in de balans verwerken van leases, worden de operationele leaselasten niet langer in de winst-en-verliesrekening opgenomen, maar vervangen door de afschrijvingslast op het leaseactief en de rentelast op de leaseverplichting. Derhalve is de positieve impact op EBITDA gelijk aan de operationele leaselast. Deze operationele leaselast is in dit onderzoek gebaseerd op de in de toelichting over het vergelijkende jaar 2017 en de binnen één jaar (derhalve 2018)

vervallende leasebetalingen. Uit recent onderzoek (zie o.a. EFRAG, 2017 en Fülbier, Silva & Pferdehirt, 2008) is gebleken dat dit een beter betrouwbare maatstaf is dan de, volgens de toelichting, in het jaar verwerkte operationele leaselasten. De impact op het resultaat 2018 is berekend door de aldus bepaalde operationele leasekosten in 2018 toe te voegen aan het EBT, en deze vervolgens te verminderen met de op basis van de leaseverplichting en -actief berekende afschrijvings- en rentelasten.

De rentelasten worden bepaald door de marginale rentevoet (zoals gegeven in de jaarrekening) te vermenigvuldigen met de contante waarde van de leaseverplichting. De afschrijvingslasten worden bepaald door de relatieve verhouding van de operationele leaselasten die vervallen in 2018 en de totale leaselasten. Deze relatieve verhouding wordt vervolgens vermenigvuldigd met de contante waarde van het leaseactief op eerste toepassingsdatum. De ontstane proxy voor de afschrijvingslasten biedt een beter betrouwbare maatstaf, dan wanneer er veronderstellingen gedaan dienen te worden omtrent de gemiddelde duur van de resterende operationele leasecontracten voor het berekenen via de lineaire afschrijvingsmethode.

4. Resultaten

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de bevindingen gepresenteerd van het empirisch onderzoek met betrekking tot de verwachte impact van de transitie van IAS 17 naar IFRS 16 op de jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen in Europa. In paragraaf 4.2 wordt specifiek gekeken naar de impact op de balans, doordat activa en verplichtingen uit hoofde van nagenoeg alle operationele leaseovereenkomsten hierin verwerkt moeten zijn. Verder wordt in paragraaf 4.3 de (gesimuleerde) impact op de winst-en-verliesrekening getoetst. Dan volgt in paragraaf 4.4 een analyse voor de impact op de geselecteerde financiële ratio's. Voorts wordt in paragraaf 4.5 gekeken in hoeverre de impact van IFRS 16 sectorafhankelijk is. Tot slot geeft paragraaf 4.6 een samenvatting van de bevindingen

4.2 IFRS 16 impact op de balans

De impact van de transitie van IAS 17 naar IFRS 16 op de jaarrekening van Europese beursgenoteerde ondernemingen per eerste toepassingsdatum is samengevat in tabel 4.1. Hieruit blijkt dat de toepassing van IFRS 16 heeft geleid tot een substantiële impact op de balans. Zo heeft de verwerking van de leaseverplichting tot gevolg dat de rentedragende verplichtingen gemiddeld 3,6 miljard euro (mediaan 2 miljard euro) zijn gestegen met een gemiddelde relatieve stijging van 35% (stijging van de mediaan is 9,8%). In Appendix B Tabel B3 - Grafiek B.1 is te zien dat de verschillen tussen ondernemingen onderling aanzienlijk zijn, zo volgt het een links scheve verdeling waar 50% van de bevindingen tussen de 1,3 miljard en 5,1 miljard euro liggen. Hierdoor wordt er voor gekozen om bij de absolute omvang van de operationele leaseverplichtingen de focus op de gemiddelde impact van 3,6 miljard te leggen. Echter is de intensiteit van operationele leasing in bijvoorbeeld de Retailsector dusdanig hoog, met een minimale impact van 60% en een maximale van circa 690%, dat dit het relatieve gemiddelde van de observaties sterk beïnvloedt. Daarom geeft de relatieve verandering van de mediaan waarschijnlijk een nauwkeurig beeld van de realiteit, dan de relatieve verandering van het gemiddelde. Opmerkelijk is dat in de TMT sector de absolute omvang de verplichtingen het meest toenemen, met respectievelijk 41,2 miljard euro. Dit terwijl deze sector in voorgaande onderzoeken veelal buitenbeeld is gebleven als sector die intensief gebruik maakt van operationele leasing.

Aan de activazijde van de balans is een vergelijkbaar effect te zien voor de opname van het Gebruiksrecht-op-Leaseactief met een gemiddelde stijging van 3,4 miljard euro in de vaste

activa in omvang doet stijgen (gemiddelde relatieve stijging is 7,1%). De kapitalisatie van deze nieuwe activa zorgt voor een relatieve stijging van de mediaan van 3,2% ten opzichte van omvang van de vaste activa onder IAS 17.

Als verder gekeken wordt naar het Eigen Vermogen, dan is mediaan van de relatieve positieve verandering 0%. Deze minimale impact valt te verklaren, doordat uit de data is gebleken dat veel ondernemingen de impact op het Eigen Vermogen hebben geprobeerd te minimaliseren, door middel van herindelingen van onderliggende balansposten. Zo is bij 16 van de 45 ondernemingen geen impact op het Eigen Vermogen gemeten, terwijl het leaseactief en de leaseverplichting niet aan elkaar gelijk waren. Dit heeft als gevolg dat de stijging van de totale activa op eerste toepassingsdatum veelal niet gelijk is aan de omvang van de leaseverplichtingen.

4.3 Impact op de winst-en-verliesrekening

De impact op de winst-en-verliesrekening is in Tabel 4.2 te zien. Hieruit blijkt dat de impact van de toepassing van IFRS 16 op EBITDA een relatieve stijging van de mediaan met 5,4% teweegbrengt ten opzichte van EBITDA onder IAS 17. Dit geeft aan dat voor minimaal de helft van de ondernemingen een grotere stijging heeft ondervonden, doordat de operationele leaselasten nu uit de operationele kosten zijn gehaald. Deze stijging is in lijn met de verwachtingen. De invloed op het operationeel resultaat (EBIT) is beperkter, met een relatieve stijging in de mediaan van 0,5%. Deze minimale verbetering van het operationele resultaat is niet in lijn met de verwachting, aangezien hier een beperkter, maar desalniettemin groter positief effect werd verwacht. De verklaring hiervoor is dat de omvang van de gemiddelde afschrijvingen over het leaseactief, dermate groot zijn dat deze het grootste gedeelte van de voorgaande leasebetaling onder IAS 17 dekken. Dit is lijn met de observaties van de impact op het nettoresultaat. Zo is te zien dat de mediaan met 1,7% daalt, hetgeen impliceert dat de afschrijvings- en interestlasten samen omvangrijker zijn dan de operationele leasebetalingen onder het voormalige IAS 17.

Tabel 4.1: Impact van IFRS 16 op de balans

(In EUR miljoen afgerond)	Additionele lease-verplichtingen	Rente dragende verplichtingen pre-IFRS 16	Gem. % op-leaseactief	Gebbruiksrecht- pre-IFRS 16	Vaste activa pre-IFRS 16	Gem. %			
Minimum	140,4	891,0	1,2%	130,7	9.139,0	0,5%			
1ste Kwartiel	1.287,0	11.137,1	4,7%	1.272,0	39.353,7	1,9%			
Median	2.008,7	24.672,0	9,8%	1.921,4	61.288,9	3,2%			
3de Kwartiel	5.118,0	46.474,0	20,9%	4.976,4	99.695,5	7,7%			
Maximum	15.601,0	190.883,0	689,1%	14.205,0	274.620,0	48,7%			
Gemiddeld	3.646,3	34.630,6	35,0%	3.446,6	80.835,3	7,1%			
Std. Dev.	3.568,3	36.618,3	103,7%	3.288,9	65.335,5	9,3%			
	Totale activa post-IFRS 16	Totale activa pre-IFRS 16	Gem. %	Totale verplichtingen post-IFRS 16	Totale verplichtingen pre-IFRS 16	Gem. %	Eigen vermogen post-IFRS 16	Eigen vermogen pre-IFRS 16	Gem. %
Minimum	13.381,4	12.917,0	0,4%	7.580,0	6.480,0	0,8%	3.987,0	4.090,6	-9,5%
1ste Kwartiel	53.600,8	52.720,2	1,2%	30.598,0	28.640,0	1,9%	14.012,0	14.683,0	-0,2%
Median	90.096,9	88.088,2	2,3%	56.877,0	55.539,0	4,1%	33.251,0	33.249,0	0,0%
3de Kwartiel	153.347,0	145.375,0	6,7%	102.391,0	99.264,0	9,5%	51.073,0	51.073,0	0,0%
Maximum	463.274,0	458.156,0	25,2%	345.932,0	340.814,0	87,7%	176.889,0	176.885,5	0,8%
Gemiddeld	116.979,9	113.504,7	4,8%	77.505,6	73.932,8	9,1%	39.474,4	39.571,9	-0,7%
Std. Dev.	94.926,0	93.680,2	5,7%	67.479,2	66.488,8	14,6%	33.979,3	33.923,9	2,0%

Tabel 4.2: Impact op de winst-en-verliesrekening

(In EUR miljoen afgerond)	EBITDA		Gem. %	EBIT		Gem. %	Netto- resultaat		Gem. %
	IFRS 16	IAS 17		IFRS 16	IAS 17		IFRS 16	IAS 17	
Minimum	446,0	267,0	-0,5%	-982,5	-998,0	-9,8%	-8.283,2	-8.020,0	-14,1%
1ste Kwartiel	5.286,3	5.015,3	2,7%	2.828,8	2.733,4	-0,9%	1.650,6	1.683,3	-2,6%
Median	9.851,0	9.155,0	5,4%	5.428,4	5.402,0	0,5%	3.016,1	3.054,0	-0,7%
3de Kwartiel	17.591,2	16.629,7	10,1%	10.618,9	10.889,1	2,4%	6.648,5	6.580,8	0,6%
Maximum	56.688,2	52.400,8	67,0%	35.094,7	33.445,4	24,4%	20.804,9	20.394,7	5,1%
Gemiddeld	13.208,6	12.425,6	9,8%	7.433,0	7.334,5	1,6%	4.235,9	4.258,2	-1,8%
Std. Dev.	10.887,8	10.335,9	13,0%	6.662,9	6.460,4	5,4%	4.515,7	4.439,9	4,5%

4.4 Impact op de financiële ratio's

De resultaten van de impact van de IFRS 16 toepassing op de financiële ratio's zijn in Tabel 4.3 weergegeven. In het algemeen is er te observeren dat alle ratio's, behalve de 'Times-Interest-Earned'-ratio, een significant gemiddeld verschil aangeven. Waarbij de relatieve veranderingen in medianen voor alle ratio's wel significant verschillend van nul zijn of een hoger significantieniveau aantonen. Daarbij, is uit de Spearman rangcorrelatietoets op te maken dat de rangorde tussen de ondernemingen in de steekproef niet significant is veranderd door de eerste toepassing van IFRS 16. Dit kan geconcludeerd worden doordat de correlatiecoëfficiënten de hoge waarden van minimaal 0,91 aannemen. Hierdoor worden er geen grote wijzigingen tussen de waarderingen van de ondernemingen verwacht. Een mogelijk gevolg hiervan is dat gebruikers van de jaarrekening de ondernemingen door de introductie van IFRS 16 niet anders zijn gaan waarderen, of een andere verklaring is dat de gebruiker van de jaarrekening de som van de operationele leases voorheen ook al meenam in de waardering van een onderneming. Daarnaast laten de bevindingen in tabel 4.3 ook de verschillen tussen de verschillende ratio's zien. Ten eerste de ratio's die de structuur verandering op de balans onderschrijven, namelijk 'Equity-to-Assets'-ratio en de 'Debt-to-Equity'-ratio. Bij de Equity-to-Assets is een negatief gemiddeld significant effect gemeten van 5,3%. De verhouding eigen vermogen ten opzichte van de totale activa geeft een indicatie om te bepalen welk percentage van de activa van een onderneming in beheer is van de investeerders en niet gefinancierd is door extern vermogen. Hetgeen het risico onderschrijft van de hoeveelheid controle de kredietverstrekkers hebben in het geval van faillissement. De daling in dit ratio betekent dat de solvabiliteit van de onderneming verslechterd is. De 'Debt-to-Equity'-ratio is een ander financieel ratio die het financiële risico van een onderneming onderschrijft. De gemiddelde significante stijging van 10,1%, betekent dat het risico is toegenomen dat de onderneming zijn rentedragende verplichtingen kan voldoen. De toename hiervan weerspiegelt ook een negatief effect op de solvabiliteit van ondernemingen.

Ten tweede de ratio's die fungeren als belangrijke prestatie-indicatoren. Deze laten afwisselende resultaten zien. Zo geeft de 'Operating Margin'-ratio de relatie weer tussen het operationele inkomen en de omzet van de onderneming. De stijging van 0,8% procent impliceert dat IFRS 16 een minimale impact heeft op de relatieve efficiëntie van de operationele activiteiten van ondernemingen. Verder is de impact van IFRS 16 op de rentabiliteit gemeten over de verhouding tussen het inkomen en het onderliggende vermogen dat dit inkomen heeft gegenereerd door de 'Return-on-Assets'-ratio, met een significant

gemiddelde daling van 4%. Dit impliceert dat de rentabiliteit van de onderneming verslechterd is ten opzichte van voorheen onder IAS 17. Het is belangrijk dat dit effect bekend is, doordat dit ratio de gebruikers van de jaarrekening een indicatie geeft in de mate van efficiëntie van het genereren van inkomen met de onderliggende activa. Een daling van dit ratio kan gevolgen hebben voor de beoordeling van het management. Nauw verwant aan de 'Return-on-Assets'-ratio is de 'Return-on-Invested-Capital'-ratio. Het verschil is dat dit ratio de verhouding meet van het procentuele rendement op het geïnvesteerde kapitaal. Als dit rendement hoger is dan de gewogen gemiddelde kostenvoet van de onderneming, dan spreekt men over het creëren van waarde. De gemiddelde daling van 10,4% geeft een belangrijke indicatie dat het rendement van het geïnvesteerde kapitaal aanzienlijk is verslechterd. Voor ondernemingen die intensief gebruik maken van operationele leasing kan dit de concurrentiepositie onder druk zetten. Het vierde ratio in de categorie prestatie-indicatoren de 'Net-Debt-to-EBITDA'-ratio. Dit ratio weerspiegelt de tijdspanne die een onderneming nodig heeft om de rentedragende verplichtingen (exclusief liquide middelen) te voldoen met het genereren van de operationele kasstromen. De significante gemiddelde stijging van 15% geeft een indicatie dat de terugbetalingscapaciteit van ondernemingen door IFRS 16 verslechterd is. Tot slot geeft het 'Times-Interest-Earned'-ratio de mate van het vermogen van de onderneming om aan zijn renteverplichtingen te voldoen, door de verhouding van het operationele inkomen en de rentelasten. Een hoog ratio is een indicatie van het vermogen van de onderneming dat het meer rendement verdient, dan strikt noodzakelijk om de verplichte rentebetalingen te voldoen. Door de grote variatie in observaties is hier geen significante impact te zien bij berekening van de relatieve verandering van het gemiddelde. Echter is er wel een significante daling van de mediaan te zien van 14%. Als benchmark wordt door kredietverstrekkers een verhouding van 5x gehanteerd voor *high-quality* kredietnemers (Berk & DeMarzo, 2017). Aangezien de mediaan van dit ratio na de implementatie van IFRS 16 nog steeds een verhouding heeft van 11,6x zullen ondanks de substantiële impact de hieraan verbonden consequenties gering zijn.

De laatste categorie ratio's heeft betrekking op ratio's die gevormd worden door marktwaarderingen en daarom veelal gebruikt door analisten. Binnen deze categorie is de 'Price-to-Equity'-ratio één van de meest gangbare analysemethoden voor het bepalen van de waarde van aandelen door investeerders en analisten. Dit komt doordat het een simplistische weergave is om te bepalen of een aandeel over- of ondergewaardeerd is, door de waarde van het aandeel evenredig te stellen aan het niveau van de winsten die gegenereerd worden voor de aandeelhouder. Hier is een gemiddelde significante stijging van 4,5% te zien. Dit impliceert

dat als investeerders geen rekening houden met de impact van IFRS 16, dat ze aandelen gemiddeld circa 4,5% hoger waarderen. Dit heeft een gevaar dat aandelen overgewaardeerd zullen zijn en dit biedt mogelijkheden voor managementteams om op in te spelen. Een ander ratio gekeken die wordt gebruikt om te identificeren of een aandeel over- of ondergewaardeerd is de 'Book-to-Market'-ratio. Hiermee analyseren investeerders in hoeverre er een verschil is tussen de 'echte' waarde van een beursgenoteerde onderneming en de gespeculeerde waarde ervan. Echter doordat bij 16 van de 45 onderzochte ondernemingen geen effect zichtbaar is in het eigen vermogen, is ervoor gekozen om naar de mediaan te kijken. De relatieve significante daling in de mediaan, wijst erop dat het de introductie van IFRS 16 een minimaal negatief effect heeft gehad op de waardering. Al wijst het wel op een verdere gemiddelde overwaardering van aandelen. Tot slot is gekeken naar de impact op de 'Enterprise-Value-to-EBITDA'-ratio, op basis van de stijging van de 'P/E'-ratio zou verwacht worden hier ook een stijging te zien, echter is hier een significante daling van 6,1% te zien. De lagere gemiddelde waardering van de ondernemingen die hiermee aangetoond wordt zou betekenen, dat de relatie tussen de extra schuld die is ontstaan door de leasekapitalisatie en de verhoogde EBITDA, voor een betere waardering zorgt.

Tabel 4.3: Impact op de financiële ratio's

Ratio	Gemiddeld					Mediaan					
	IAS 17		IFRS 16		Verandering Verandering Gem. (B-A)/A	IAS 17		IFRS 16		Verandering Verandering Gem. (B-A)/A	Spearman
	A	B	A	B		A	B				
E/A	0,365	0,345	-0,019	-5,3%	***	0,360	0,350	-0,010	-2,6%	***	0,983
D/E	0,442	0,487	0,045	10,1%	***	0,420	0,476	0,056	13,4%	***	0,914
OM	0,140	0,141	0,001	0,8%	*	0,117	0,119	0,001	0,9%	*	0,998
ROA	0,078	0,074	-0,003	-4,0%	***	0,064	0,060	-0,004	-5,5%	***	0,996
ND/EBITDA	1,963	2,259	0,295	15,0%	***	1,743	2,095	0,352	20,2%	***	0,935
ROIC	0,113	0,101	-0,012	-10,4%	***	0,083	0,081	-0,002	-2,3%	***	0,990
TIE	24,979	15,216	-9,762	-39,1%	ns	13,503	11,609	-1,895	-14,0%	***	0,925
PE	17,034	17,809	0,774	4,5%	**	15,083	15,134	0,051	0,3%	***	0,998
B/M	0,648	0,645	-0,004	-0,6%	**	0,616	0,612	-0,004	-0,6%	***	0,998
EV/EBITDA	9,337	8,768	-0,569	-6,1%	**	7,842	7,441	-0,400	-5,1%	***	0,970

(***, **, * zijn een indicatie voor het 1%, 5% en 10% significantieniveau)

4.5 IFRS 16 onder sectoren

De impact van IFRS 16 op de verschillende sectoren is zoals is paragraaf 4.2 al naar voren kwam groot. Zo is de impact voor de Retailsector en de 'Travel & Leisure'-sector voornamelijk omvangrijk als gekeken wordt naar de balansposten. Terwijl binnen de 'Consumer Goods'-sector en de Utilitiessector de gemiddelde impact circa 3 procent is op de rentedragende

verplichtingen. Deze grote verschillen vertalen zich ook naar de financiële ratio's. In tabel... zijn de gemiddelde relatieve veranderingen van de ratio's gepresenteerd voor de negen sectoren. Daarbij zijn in Appendix B – Tabel B.3 de verschillen grafisch gemaakt. Hierin is te zien dat de Retailsector voor alle ratio's de meest extreme waarden geeft, behalve voor de P/E-ratio. Daarnaast volgt de 'Travel & Leisure'-industrie eenzelfde patroon. Dit sluit aan bij voorgaand onderzoek, waar deze industrieën ook in naar voren kwamen als meest intensief gebruikmakende van operationele leasing. Verder is ook de impact op de ratio's opmerkelijk voor de TMT industrie. Dit kan verklaard worden door de sterkte groei die deze sector meemaakt en daarnaast relatief weinig vaste activa bezit en dat het huren via operationeel leasing een goedkope manier van financiering voor het huren van bedrijfspanden is geweest.

Tabel 4.4: IFRS 16 impact gemeten over sectoren

Sector	n	E/A	D/E	OM	ROA	ND/EBITDA	ROIC	TIE	PE	B/M	EV/EBITDA
Oil & Gas	5	-0,034	0,107	0,032	-0,002	0,280	-0,033	-0,171	-0,002	-0,001	-0,008
Basic Materials	5	-0,018	0,049	0,003	-0,015	-0,894	-0,025	-0,058	0,009	0,000	-0,012
Industrials	5	-0,023	0,063	0,009	-0,012	0,140	-0,041	-0,075	0,037	0,000	-0,030
Consumer Goods	5	-0,015	0,012	-0,008	-0,021	0,018	-0,029	-0,124	0,008	-0,003	-0,004
Health Care	5	-0,018	0,027	0,001	-0,012	0,074	-0,026	0,060	0,006	-0,004	-0,015
Retail	5	-0,178	1,385	0,058	-0,095	1,011	-0,235	-1,862	0,024	-0,036	-0,054
Travel & Leisure	5	-0,086	0,153	0,044	-0,031	0,895	-0,128	-1,019	0,020	-0,018	-0,042
Utilities	5	-0,011	0,016	0,000	-0,011	0,020	-0,023	0,010	0,038	0,000	-0,009
TMT	5	-0,064	0,087	0,003	-0,062	0,225	-0,094	-0,094	0,049	-0,003	-0,042
Totale steekproef	45	-0,050	0,211	0,016	-0,029	0,197	-0,070	-0,370	0,021	-0,007	-0,024

4.6 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn de resultaten uiteengezet in vier verschillende paragrafen. Hierbij is in paragraaf 4.2 de impact op de balans als eerst aanbod gekomen. Hierbij is te zien dat de relatieve stijging van de mediaan circa 10% is geweest voor de rentedragende verplichtingen. Waarbij de mediaan van de totale vaste activa ten opzichte van IAS 17 met 3,2% relatief is gestegen. Daarnaast is de negatieve impact op het Eigen Vermogen niet materieel. Verder is in paragraaf 4.3 de IFRS 16 impact op de winst-en-verliesrekening geanalyseerd. Deze impact is voornamelijk terug te vinden in de EBITDA, waarbij de mediaan met 700 miljoen euro is toegenomen (relatieve stijging van de mediaan is 5,4%). Dit is tegenstelling tot de beperkte stijging van de EBIT van 26,4 miljoen (relatieve stijging van de mediaan is 0,5%). Dit terwijl voorgaand onderzoek hier een veel grotere stijging in had verwacht. Verder is er een sterkere daling in de mediaan van de nettowinst te zien met een daling van 38 miljoen (relatieve afname van de mediaan is 0,7%). Op basis van bovenstaande resultaten wordt de eerste hypothese aangenomen en heeft de eerste toepassing van IFRS 16 een significante impact op de

ontwikkeling van de financiële positie en resultaten van Europese beursgenoteerde ondernemingen. Echter is de impact wel beperkter dan in voorgaand onderzoek naar voren kwam. Zo is de invloed op de vaste activa lager dan verwacht en is de EBIT ook minder beïnvloedt.

Daaropvolgend is in paragraaf 4.4 de IFRS 16 impact op de financiële ratio's onderzocht. Onderverdeeld over drie categorieën kan vastgesteld worden dat voor de eerste categorie ratio's, die van de balans afgeleid kunnen worden, door IFRS 16 zijn verslechterd. Dit kan gevolgen hebben voor de financiële positie van een onderneming, doordat ze veelal tekenend zijn voor de afgenomen solvabiliteit van een onderneming. De tweede categorie ratio's zijn de prestatie-metende ratio's en voor deze categorie is ook een verslechtering zichtbaar. Voornamelijk de impact op de terugbetalingscapaciteit en de rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen is dermate groot dat dit de concurrentiepositie van ondernemingen onder druk kan zetten. Verder staat de impact op de waarderings-financiële ratio's in contrast met elkaar. Doordat de 'Enterprise Value' in dit geval een meer omvattende term is voor de waarde van een onderneming en de EBITDA aan de andere kant ook substantiële gevolgen heeft ondervonden door de IFRS 16 applicatie. Dit kan erop wijzen dat de operationele prestatiekracht van ondernemingen nu meer in lijn liggen met de werkelijke waarde van ondernemingen. Op basis van voorgaande resultaten wordt de tweede hypothese aangenomen en heeft de eerste toepassing van IFRS 16 significante invloed gehad op de financiële ratio's van Europese beursgenoteerde ondernemingen.

Tot slot is in paragraaf 4.5 de sectorale impact bekeken en hier zijn de verschillen sterk uiteenlopend. Zo is de impact die te zien is bij de Retailsector ver boven nagenoeg alle gemiddeldes die bekeken zijn. Daarbij is ook een substantiële impact te zien voor de zowel de 'Travel & Leisure'-industrie als de 'TMT'-industrie. Verder is de gemeten impact in de 'Healthcare'-, 'Consumer Goods'- en de 'Utilities'-sector uitermate beperkt. Door het grote contrast die te zien is, kan ook de derde hypothese aangenomen worden en heeft IFRS 16 een sectorafhankelijke significante impact op beursgenoteerde ondernemingen in Europa.

5. Conclusie en discussie

Op 1 januari 2019 is IFRS 16 *Leases* officieel van kracht gegaan voor Europese beursgenoteerde ondernemingen voor boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2019. Hiermee zijn operationele leasecontracten uit de toelichtingen gehaald en worden deze voortaan op de balans verantwoord. Hiermee heeft het IASB gepoogd om investeerders te ondersteunen in het maken van beter geïnformeerde investeringsbeslissingen; meer uitgebalanceerde lease-versus-koop beslissingen te bewerkstelligen voor managementteams; en betere kapitaalallocatie ten gunste van economische groei. Dat de IASB over is gegaan is een langdurig proces geweest, waar veel onderzoek aan de grond heeft gestaan. Zo hebben diverse academici geprobeerd de impact te schatten op de jaarrekening door een leasekapitalisatie onderzoek. Alhoewel de academici veelal eensgezind zijn over de omvangrijkheid van de impact, was het grootste bezwaar dat er veel gewerkt moest worden met aannames. Daarbij is het onduidelijk in hoeverre de gemiddelde gebruiker van de jaarrekening deze operationele leases verdisconteerde tijdens het waarderen van een onderneming. Hier heeft deze studie een antwoord op geprobeerd te geven.

In deze studie wordt er onderzoek gedaan naar de post-implementatie impact van IFRS 16 op de jaarrekening. Dit is gedaan door de jaarrekeningen 2018 en 2019 naast elkaar te leggen en op basis van de gepubliceerde cijfers de daadwerkelijke impact te meten. Om het onderzoek te concretiseren is de volgende onderzoeksvraag centraal gesteld:

Wat is de post-implementatie impact van IFRS 16 'Leases' op de jaarrekening voor Europese beursgenoteerde ondernemingen?

Hierbij kan geconcludeerd worden dat de post-implementatie van IFRS 16 'Leases' op de jaarrekening voor Europese beursgenoteerde ondernemingen substantieel is geweest, waarbij de balans van veel ondernemingen een grote stijging heeft gezien in zijn activa en verplichtingen. Hierbij zijn vooral de rentedragende verplichtingen fors gestegen en dit is lijn met voorgaand onderzoek. Verder is het opmerkelijk dat het verwachte geëffectueerde effect in het Eigen Vermogen nagenoeg gelijk aan nul is. Vele malen kleiner dan het verschil tussen de opgenomen leaseactief en de leaseverplichting. Zo waren er veel herindelingen in onderliggende balansposten te zien, waardoor het nettoverschil van nul niet terug te zien is in het Eigen Vermogen. Daarnaast is de impact op de winst-en-verliesrekening gedeeltelijk in lijn met voorgaand onderzoek. Echter is de impact op de EBITDA beperkter, maar nog steeds fors. Daartegenover is de impact op de EBIT vele malen kleiner dan verwacht en een mogelijke

verklaring hiervoor is dat het afschrijvingsgedeelte van de leasebetaling in verhouding veel groter is dan de interestbetaling. Hierdoor zal de EBIT door de afschrijvingen toe te voegen het grootste verschil absorberen ten opzichte van IAS 17. Verder zijn de afschrijvings- en de interestkosten samen genomen hoger dan de voorgaande operationele leasebetalingen. Dit leidt tot een afname van het nettoresultaat. Terwijl Arnold en Tahtah (2017) hier een positief of geen effect in verwachtten. Vervolgens is uit de financiële ratio-analyse geconstateerd dat IFRS 16 op bijna alle financiële ratio's een negatieve impact heeft. Alhoewel dit waarschijnlijk een meer waarheidsgetrouwe weergave impliceert dan voorheen onder IAS 17, zullen managementteams samen met de gebruikers van de jaarrekening zich goed moeten realiseren dat dit de impact van IFRS 16 betreft en geen verslechtering van de prestaties van een onderneming. Concluderend zal IFRS 16 weinig invloed hebben op de beslissingen van de gebruikers van de jaarrekening wanneer deze goed geïnformeerd zijn over het effect van IFRS 16.

Dit onderzoek is gedaan, doordat voorheen de impact van de kapitalisatie van operationele leases gemeten werd door het doen van simulaties. Deze simulaties waren onderhevig aan tal van aannames en simplificaties. Doordat boekjaren beginnend op of na 1 januari 2019 alle operationele uit de toelichtingen zijn gehaald en op de balans zijn gezet, kon dit onderzoek voor het eerst werken met echte data. Echter moet hier toch een tekortkoming bij genoteerd worden. Zo hebben vier van de 45 ondernemingen gekozen voor de volledig retrospectieve toepassing, waarbij alle voorgaande cijfers en resultaten zijn aangepast. Hier kon dus de impact echt gemeten worden. Echter hebben 41 van de 45 ondernemingen voor de beperk-retrospectieve toepassing gekozen. Hier werd veelal alleen de nieuw opgenomen leaseverplichtingen en gebruiksrecht-op-leaseactief gegeven op eerste balansdatum. Hierdoor zijn alsnog een aantal aannames noodzakelijk geweest om de impact op de winst-en-verliesrekening te meten. Doordat de interest- en afschrijvingslasten niet gegeven waren. Dus hierbij kan gesteld worden dat de impact op de balans vrij is van aannames, maar de impact op de winst-en-verliesrekening niet.

Tot slot zou eventueel vervolgonderzoek interessant zijn naar de impact van IFRS 16 gemeten over meerdere jaren. Daarnaast zouden sectoren allicht apart geanalyseerd moeten worden, doordat de verschillen ertussen te groot zijn. Tot slot, een waarde-relevantie onderzoek IFRS 16 in hoeverre de waarde van de jaarrekening is gestegen voor de gebruiker ervan zou een laatste aanbeveling zijn.

Appendix A - Geciteerde werken

- Arnold, C., & Tahtah, J. (2017). De invloed van IFRS 16 Leases op de jaarrekening van lessees. *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 91(11/12), 376-391. doi:10.5117/mab.91.24065
- Barone, E., Birt, J., & Moya, S. (2014). Lease Accounting: A Review of Recent Literature. *Accounting in Europe*, 11(1), 35-54. doi:10.1080/17449480.2014.903630
- Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). Financial Reporting Quality, Private Information, Monitoring and the Lease-versus-Buy Decision. *The Accounting Review*, 85(4), 1215-1238. doi:10.2308/accr.2010.85.4.1215
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4th ed.). Stanford: Pearson Education Limited.
- Deloitte. (2016). *New IFRS 16 Leases standard: The impact on business valuation*. Opgehaald van www.deloitte.nl
- Duke, J., Hsieh, S.-J., & Su, Y. (2009). Operating and Synthetic Leases: Exploiting Financial Benefits in the Post-Enron Era. *Advances in Accounting*, 25(1), 28-39. doi:10.1016/j.adiac.2009.03.001
- Europe Economics. (2017). *Ex ante Impact Assessment*. Londen. Opgehaald van www.efrag.org
- Frecka, T. (2008). Ethical Issues in Financial Reporting: Is Intentional Structuring of Lease Contracts to Avoid Capitalization Unethical? *Journal of Business Ethics*, 80(1), 45-59. doi:10.1007/s10551-007-9436-y
- Giner, B., & Pardo, F. (2018). The Value Relevance of Operating Lease Liabilities: Economic Effects of IFRS 16. *Australian Accounting Review*, 28(4), 496-511. doi:10.1111/auar.12233
- Holthausen, R., & Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75. doi:10.1016/S0165-4101(01)00029-5
- Hoogervorst, H. (2016, Januari 11). *IASB Speech: Introductory comments to the European Parliament*. Brussel: IFRS. Opgeroepen op mei 15, 2020, van IFRS: <https://www.ifrs.org/-/media/feature/news/speeches/2016/hans-hoogervorst-introductory-comments-to-the-european-parliament-jan-2016.pdf>

- IASB. (2016). *IFRS 16 Leases: Effects Analysis*. Londen. Opgeroepen op Mei 20, 2020, van <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>
- Imhoff, E., & Thomas, J. (1988). Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change. *Journal of Accounting and Economics*, 10(4), 277-310. doi:10.1016/0165-4101(88)90006-7
- Imhoff, E., Lipe, R., & Wright, D. (1991). Operating Leases: Impact of Constructive Capitalization. *Accounting Horizons*, 5(1), 51-63.
- Imhoff, E., Lipe, R., & Wright, D. (1997). Operating Leases: Income Effects of Constructive Capitalization. *Accounting Horizons*, 11(2), 12-32.
- Jesswein, K. (2008). Methodological Issues in Analyzing Financial Statements in the Presence of Operating Leases. *Allied Academies International Conference*, (pp. 27-32).
- Joubert, M., Garvie, L., & Parle, G. (2017). Implications of the New Accounting Standard for Leases AASB 16 (IFRS 16) with the Inclusion of Operating Leases in the Balance Sheet. *Journal of New Business Ideas & Trends*, 15(2), 1-11.
- Lückerath-Rovers, M. (2007). *Operationele leases in de toelichting op de jaarrekening*. PhD Thesis, Erasmus Universiy, Rotterdam. Opgeroepen op Juni 31, 2020, van <https://repub.eur.nl/pub/9507/phddefinitief.pdf>
- McKinsey. (2005). *The Right Role For Multiples in Valuation*. Opgeroepen op mei 31, 2020, van <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation>
- Moody's. (2015). *Financial Statement Adjustments in the Analysis of Non-Financial Corporations*. Opgehaald van http://www.moody's.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBC_181430
- Morais, A. I. (2011). *Accounting for Leases: A Review*. Bamberg: EUFIN.
- Morais, A. I. (2013). Why companies choose to lease instead of buy? Insights from academic literature. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 26(3), 432-446. doi:10.1108/ARLA-07-2013-0091

- Morales-Díaz, J., & Zomara-Ramírez, C. (2018). The Impact of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach. *Accounting in Europe*, 15(1), 105-133. doi:10.1080/17449480.2018.1433307
- Nelson, M., Elliott, J., & Tarpley, R. (2002). Evidence from auditors about Managers' and Auditors' Earnings Management Decisions. *The Accounting Review*, 77(1), 175-202. doi:10.2308/accr.2002.77.s-1.175
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- van Limpt, T., Pronk, M., & Visser, S. (2019). *EY Handboek Jaarrekening*. Rotterdam: Wolters Kluwer.
- Wilkins, T., & Zimmer, I. (2003). The Effect of Leasing and Different Methods of Accounting for Leases on Credit Evaluations. *The Accounting Review*, 58(4), 749-764. Opgeroepen op Mei 12, 2020, van www.jstor.org/stable/247066

Appendix B

Tabel B.1: Ondernemingen in dit onderzoek

Sector	Onderneming
Oil & Gas	ROYAL DUTCH SHELL PLC
Oil & Gas	BP PLC
Oil & Gas	TOTAL SA
Oil & Gas	EQUINOR ASA
Oil & Gas	ENI - ENTE NAZIONALE IDROCARBURI
Basic Materials	BHP BILLITON PLC
Basic Materials	BASF SE
Basic Materials	RIO TINTO PLC
Basic Materials	GLENCORE PLC
Basic Materials	AIR LIQUIDE
Industrials	SIEMENS AG
Industrials	AIRBUS SE
Industrials	VINCI
Industrials	LAFARGEHOLCIM LTD
Industrials	BOLLORE
Consumer Goods	VOLKSWAGEN AG
Consumer Goods	ANHEUSER BUSCH INBEV NV
Consumer Goods	BRITISH AMERICAN TOBACCO P.L.C.
Consumer Goods	DAIMLER AG
Consumer Goods	UNILEVER N.V.
Health Care	ROCHE HOLDING AKTIENGESELLSCHAFT
Health Care	NOVARTIS AG
Health Care	SANOFI S.A.
Health Care	GLAXOSMITHKLINE PLC
Health Care	ASTRAZENECA PLC
Retail	INDITEX
Retail	KERING
Retail	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE NV
Retail	CARREFOUR S.A.
Retail	TESCO PLC
Travel & leisure	RYANAIR HOLDINGS PLC
Travel & leisure	DEUTSCHE LUFTHANSA AG
Travel & leisure	ACCOR
Travel & leisure	SODEXO
Travel & leisure	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP
Utilities	ENEL SPA
Utilities	IBERDROLA S.A.
Utilities	ELECTRICITE DE FRANCE
Utilities	NATIONAL GRID PLC
Utilities	ENGIE SA
TMT	DEUTSCHE TELEKOM AG
TMT	SAP SE
TMT	VODAFONE GROUP PUBLIC LIMITED COMPANY
TMT	TELEFONICA SA
TMT	ORANGE SA

Tabel B.2: Valutakoersen 31 december 2018

Dollar	\$	1,00
Euro	€	0,87
Pound sterling	£	1,00
Euro	€	1,11
CHF		1,00 CHF
Euro	€	0,88
DKK	DKK	1,00
Euro	€	0,13

Tabel B.3: Impact op de balans tussen sectoren

(In EUR miljoen afgerond)	Totaal		Olie		Basic materials		Industrials		Consumer Goods	
	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>
Rentedragende verplichtingen	164.081,6	35,0%	36.590,0	16,9%	6.544,1	7,5%	9.065,7	10,5%	12.785,2	3,1%
Minimale impact %		1,2%		10,5%		2,5%		5,2%		1,2%
Maximale impact %		689,1%		22,5%		9,8%		20,0%		7,4%
Totaal activa	156.385,9	4,8%	34.830,0	3,5%	6.505,3	1,8%	8.760,3	2,1%	12.432,7	1,3%
Minimale impact %		0,4%		2,2%		0,7%		1,2%		0,4%
Maximale impact %		25,2%		4,8%		3,3%		3,1%		2,8%
Eigen vermogen	-4.387,3	-0,7%	-284,7	-0,1%	-62,0	0,0%	-315,2	-0,2%	-189,1	-0,3%
Minimale impact %		-9,5%		-0,3%		-0,1%		-0,9%		-1,4%
Maximale impact %		0,8%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
	Healthcare		Retail		Travel & Leisure		Utilities		TMT	
	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>	<i>Omvang</i>	<i>Gem.</i>
Rentedragende verplichtingen	5.862,3	5,1%	32.521,6	216,1%	9.852,4	33,0%	9.659,2	3,5%	41.201,0	18,8%
Minimale impact %		3,8%		60,2%		3,9%		1,6%		13,9%
Maximale impact %		6,3%		689,1%		69,2%		6,5%		25,1%
Totaal activa	5.482,0	1,3%	29.188,4	17,5%	9.211,7	7,8%	9.699,4	1,1%	40.276,0	6,9%
Minimale impact %		1,0%		10,6%		1,0%		0,7%		4,0%
Maximale impact %		1,7%		25,2%		16,3%		1,6%		9,4%
Eigen vermogen	-102,8	-0,5%	-2.851,8	-3,6%	-606,7	-1,8%	-11,0	0,0%	36,0	0,0%
Minimale impact %		-2,5%		-9,5%		-8,2%		0,0%		-0,4%
Maximale impact %		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,8%

Tabel B.4 IFRS 16 impact gemeten over sectoren grafische weergave

Sector	n	E/A	D/E	OM	ROA	ND/EBITDA	ROIC	TIE	PE	B/M	EV/EBITDA
Oil & Gas	5	-0,034	0,107	0,032	-0,002	0,280	-0,033	-0,171	-0,002	-0,001	-0,008
Basic Materials	5	-0,018	0,049	0,003	-0,015	-0,894	-0,025	-0,058	0,009	0,000	-0,012
Industrials	5	-0,023	0,063	0,009	-0,012	0,140	-0,041	-0,075	0,037	0,000	-0,030
Consumer Goods	5	-0,015	0,012	-0,008	-0,021	0,018	-0,029	-0,124	0,008	-0,003	-0,004
Health Care	5	-0,018	0,027	0,001	-0,012	0,074	-0,026	0,060	0,006	-0,004	-0,015
Retail	5	-0,178	1,385	0,058	-0,095	1,011	-0,235	-1,862	0,024	-0,036	-0,054
Travel & Leisure	5	-0,086	0,153	0,044	-0,031	0,895	-0,128	-1,019	0,020	-0,018	-0,042
Utilities	5	-0,011	0,016	0,000	-0,011	0,020	-0,023	0,010	0,038	0,000	-0,009
TMT	5	-0,064	0,087	0,003	-0,062	0,225	-0,094	-0,094	0,049	-0,003	-0,042
Totale steekproef	45	-0,050	0,211	0,016	-0,029	0,197	-0,070	-0,370	0,021	-0,007	-0,024

Grafiek B.1: Verdeling operationele leaseverplichtingen

