

# AUSWIRKUNGEN EINES FORDERUNGSVERZICHTS AUF DEN UNTERNEHMENSWERT

**Wirkt sich eine Bilanzsanierung auch auf den Anteilswert aus? Es kommt – wie so oft – auf die Bewertungsmethode an.**

**Des einen Freud, des anderen Leid?** Corona hinterlässt Spuren in den gerade erstellten und geprüften Bilanzen. Rangrücktritt und Forderungsverzicht sind da häufig Ersthelfer und Voraussetzung für eine echte Sanierung. Für Schuldner ist der Forderungsverzicht eine schöne Sache: Sie werden effektiv entschuldet, ihr buchmässiges Eigenkapital steigt. Doch wie sieht es auf der anderen Seite aus, gerade wenn die Gläubiger auch Aktionäre sind? Unschön, aber klar ist, dass die Forderung dort auszubuchen ist. Würde sich der Wert der beglückten Beteiligung jedoch entsprechend erhöhen, wäre es lediglich ein Aktivtausch und eine «erfolgsneutrale Abwertung». Interessant ist die Frage auch bei asymmetrischen Forderungsverzichten, wenn also nur einzelne Aktionäre auf ihre Forderungen verzichten. Ergeben sich hieraus Wertverschiebungen, denen bspw. im Aktionärsbindungsvertrag oder steuerlich Rechnung getragen werden muss? Es kommt – wie so oft – auf die Bewertungsmethode an.

**Bewertungsmethode und Welt der Werte.** Wer Unternehmen mit DCF-Methoden bewertet, befindet sich in der Welt der Marktwerte. Beim verbreiteten Entity- (oder WACC-)Ansatz ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals aus dem Unternehmenswert, abzüglich des Marktwerts der Finanzschulden. Wird also auf eine als Finanzschuld qualifizierende Forderung verzichtet, erhöht sich ohne Weiteres der Wert des Eigenkapitals – aber eben nur in Höhe des Marktwerts der Forderung.

Wer Unternehmen mit einem Praktikerverfahren bewertet, lebt in der Welt der Buchwerte: Der durch den Substanzwert erklärte Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem Gesamtvermögen, abzüglich des Buchwerts der Schulden. Wird auf eine Forderung verzichtet, erhöht sich der Wert des Eigenkapitals – und zwar in Höhe des Buchwerts dieser Schuld.

**Zwei Welten – zwei Werte.** Was ist nun der Marktwert einer Finanzschuld? Vereinfachend ist es der Preis, den ein fremder Dritter für diese Forderung bezahlen würde. Dieser wird in der Krise des Schuldners wohl unter dem Buchwert liegen und bei ungesicherten Darlehen gegen Null tendieren. Ist eine solche Forderung aber – gerechnet in Marktwerten – keine wertmässige Belastung, ändert auch ein Verzicht darauf nicht den Wert des Eigenkapitals.

Der Buchwert einer Finanzschuld ergibt sich hingegen aus der Bilanz und entspricht – jedenfalls nach OR – dem vereinbarten Rückzahlungsbetrag. Ein Verzicht erhöht – gleich, ob über die Reserven oder die Erfolgsrechnung gebucht – das bilanzielle Eigenkapital, den Substanzwert und bei Praktikerverfahren anteilig den Wert des Eigenkapitals. Dabei kommt es auf die Werthaltigkeit der Forderung nicht an.

Bei Entity-Multiples wie EBITDA oder EBIT hängt der Effekt ebenfalls davon ab, ob die Finanzschulden (richtigerweise) mit ihrem Marktwert oder (üblicherweise) mit dem Buchwert angesetzt werden.

Wird das Eigenkapital direkt bewertet, bleibt das Problem: Die DCF-Equity-Methode verdeckt zwar die Finanzierung, doch fließen auch hier die Finanzschulden zu Marktwerten ein. Auf den Ertragswert hat der Forderungsverzicht über die verschuldeten Eigenkapitalkosten einen Einfluss, da die Verschuldung auch auf die Eigenkapitalkosten wirkt. Je nach Kapitalstruktur – Marktwert oder Buchwert – ergeben sich Abweichungen.

**Wurmlöcher.** Zwischen beiden Welten – Markt- und Buchwerten – bestehen Verbindungen. So erhöht das durch den Forderungsverzicht nicht mehr gebundene Vermögen auch im DCF-Modell den Anteilswert, soweit es sich um betrieblich nicht notwendige Liquidität handelt. Diese wird aber in der Krise nicht vorhanden sein. Es mag auch sein, dass erst der Forderungsverzicht freies Eigenkapital und die rechtliche Voraussetzung für Ausschüttungen schafft. Dies ist allerdings nur dann wertrelevant, wenn die Verwendung der ansonsten zwangsmässig einbehaltenen Liquidität mit einer von den Kapitalkosten abweichenden Rendite geplant wird.

Bei einer marktwertorientierten Bewertung hat der Verzicht auf eine wertlose Forderung also keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Anteilswert. Es ergeben sich daraus auch keine Wertverschiebungen zwischen Bilanzposten und den Beteiligten. Ein *Drift* hat allenfalls vorher eingesetzt, getrieben durch den erodierenden Marktwert der Forderung. Anders verhält es sich bei einer buchwertorientierten Bewertung. Hier löst erst der Verzicht auf die Forderung einen Wertsprung aus, der je nach Methode unterschiedlich ausfallen kann. ■



TOBIAS HÜTTICHE,  
PROF. DR. RER. POL., CVA,  
WIRTSCHAFTSPRÜFER,  
STEUERBERATER (D),  
LEITER INSTITUT  
FÜR FINANZMANAGEMENT,  
HOCHSCHULE FÜR  
WIRTSCHAFT FHNW

# CONSÉQUENCES D'UN ABANDON DE CRÉANCE SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

**Un assainissement du bilan a-t-il également des conséquences sur la valeur des parts? Cela dépend souvent de la méthode d'évaluation.**

**Bonheur des uns, malheur des autres?** Le coronavirus laisse des traces dans les bilans récemment établis et audités. Postpositions et abandons de créances sont souvent un premier recours, un préalable à un véritable assainissement. Désendettement, augmentation des capitaux propres: renoncer à une créance bénéficie aux débiteurs. Il en va autrement pour les créanciers, surtout s'ils sont aussi actionnaires, car ils doivent décomptabiliser les créances. Une augmentation en conséquence de la valeur de la participation équivaldrait néanmoins uniquement à un échange d'actifs et à une «dépréciation sans incidence sur le résultat». La question est également intéressante en cas d'abandons de créances asymétriques, soit si seuls quelques actionnaires renoncent à leurs créances. En résulte-t-il des échanges de valeurs devant par exemple être pris en compte dans la convention d'actionnaires ou sur le plan fiscal? Cela dépend souvent de la méthode d'évaluation.

**Méthode d'évaluation et monde des valeurs.** En évaluant les entreprises avec les méthodes DCF, on vit dans le monde des valeurs de marché. Selon l'approche répandue *Entity* (ou CMPC), la valeur de marché des capitaux propres est égale à la valeur de l'entreprise moins la valeur de marché des dettes financières. En renonçant à une créance qualifiée de dette financière, la valeur des capitaux propres augmente à hauteur de la valeur de marché de la créance.

En évaluant les entreprises avec la méthode des praticiens, on vit dans le monde des valeurs comptables: la valeur des capitaux propres déclarée par la valeur intrinsèque est égale à la fortune globale moins la valeur comptable des dettes. En renonçant à une créance, la valeur des capitaux propres augmente à hauteur de la valeur comptable de cette dette.



TOBIAS HÜTTICHE,  
 PROF. DR. RER. POL., CVA,  
 EXPERT-COMPTABLE,  
 CONSEILLER FISCAL (D),  
 DIRECTEUR DE L'INSTITUT  
 FÜR FINANZMANAGEMENT,  
 HOCHSCHULE FÜR  
 WIRTSCHAFT FHNW

**Deux mondes, deux valeurs.** Quelle est la valeur de marché d'une dette financière? C'est le prix qu'un tiers paierait pour cette créance. Au vu de la situation de crise du débiteur, ce prix sera inférieur à la valeur comptable et tendra vers zéro en cas de prêt sans garantie. Mais si une telle créance (calculée en valeurs de marché) n'est pas une charge de valeur, y renoncer ne modifie pas la valeur des capitaux propres.

La valeur comptable d'une dette financière résulte en revanche du bilan et correspond, selon le CO, au montant à rembourser convenu. Comptabilisée via les réserves ou le compte de résultat, une renonciation augmente les capitaux propres au bilan, la valeur intrinsèque et, dans la méthode des praticiens, proportionnellement la valeur des capitaux propres. Cela ne dépend pas de la valeur de la créance.

Pour les multiples (EBITDA, EBIT), l'effet dépend aussi de la méthode de comptabilisation des dettes financières à leur valeur de marché (méthode correcte) ou à leur valeur comptable (méthode habituelle). Le problème persiste si les capitaux propres sont évalués directement: la méthode de mise en équivalence DCF couvre certes le financement, mais les dettes financières sont intégrées à leur valeur de marché. L'abandon de créance affecte la valeur de rendement puisque l'endettement influe sur le coût des capitaux propres. Selon la structure du capital – valeur de marché ou valeur comptable – il y a des écarts.

«**Trous de ver**». Il existe des liens entre les deux mondes – valeur de marché et valeur comptable. La fortune n'étant plus liée du fait de l'abandon de créance, elle accroît la valeur des parts dans le modèle DCF, dans la mesure où il s'agit de liquidités non nécessaires à l'exploitation. Celles-ci seront indisponibles en situation de crise. Il se peut aussi que seul l'abandon de créance apporte des capitaux propres et crée les conditions légales de distribution. Cela n'est pertinent pour les valeurs que lorsque l'utilisation des autres liquidités nécessairement retenues est prévue avec un rendement différant des coûts du capital.

En cas d'évaluation axée sur la valeur de marché, l'abandon d'une créance sans valeur n'a donc pas d'effet direct sur la valeur des parts. Il n'y a pas non plus d'échange de valeurs entre des postes du bilan et les personnes impliquées. Peut-être un *drift* a-t-il déjà commencé, poussé par l'érosion de la valeur de marché de la créance. La situation diffère pour les évaluations axées sur la valeur comptable, où seule la renonciation à la créance déclenche un bond de la valeur, lequel peut varier selon la méthode. ■