



Hermann Pointl

Stand: Februar 2015

## Plausibilisierung der Planung in der Unternehmensbewertung

### A. Problemstellung

Bewerten heißt Vergleichen. Ein Vergleich mit einem Bewertungsobjekt ist erst dann möglich, wenn im Bewertungsgutachten im Rahmen von Unternehmensbewertungen umfassende Angaben enthalten sind. Unternehmensbewertungskalküle bestehen bei Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren aus einer Zähler (= zukünftige Nettozuflüsse) und einer Nennergröße (= Kapitalisierungszinssatz). So stellt die belastbare Ermittlung und Plausibilisierung der Zukunftserträge (künftige Zahlungsreihen) aus einem integrierten Planungssystem den zentralen Teil einer Unternehmensbewertung dar. Der deutsche Bewertungsstandard bestimmt, dass die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse auf ihre Plausibilität hin zu überprüfen ist (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 81)<sup>1</sup> und führt weiter aus, dass die einzelnen Teilplanungen (insbesondere Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplanungen) aufeinander abgestimmt (integrierte Planungsrechnungen) und in sich plausibel sein müssen. So ergab eine empirische Untersuchung<sup>2</sup> von Bewertungsgutachten im Hinblick auf Angaben zur integrierten Planungsrechnung, dass in keinem Gutachten eine vollständige integrierte Planungsrechnung abgebildet war und nur in rd. 42 % der Bewertungsgutachten wurde bei der Beurteilung bzw. Plausibilisierung der Umsatzplanung ein Bezug zur prognostizierten Marktentwicklung hergestellt.<sup>2, 3.</sup>

Bereinigte Vergangenheitsergebnisse haben keine unmittelbare Relevanz für die künftige Ertragskraft. Sie dienen jedoch der Plausibilisierung von Zukunftserwartungen und können eine wertvolle Hilfe bei der Beurteilung sein, ob das Annahmengerüst der Planungsrechnung realistisch ist und die prognostizierten Ergebnisse erreichbar sein werden.<sup>4</sup> Sofern nur eine rudimentäre Planung zur Verfügung steht, müssen die allgemeinen Erwartungen über die zukünftige Unternehmensentwicklung eigens für Bewertungszwecke quantifiziert werden.<sup>5</sup>

### B. Anforderungen an die Planungsrechnung

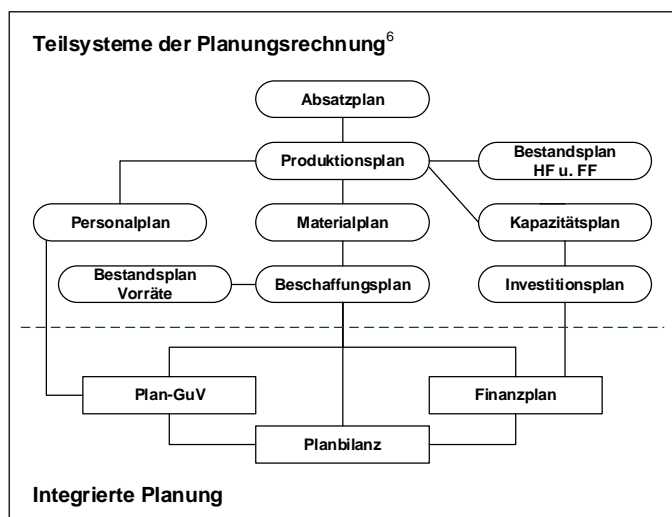
#### 1. Planungsplausibilisierung

Zur Beurteilung der Planungsannahmen sind das Geschäftsmodell und Geschäftsrisiko sowie dessen strategische Ausrichtung darzustellen, um dann aufgrund der Erkenntnisse der Vergangenheitsanalyse, der Markt- und Wettbewerbsanalyse die Erreichbarkeit und Konsistenz einschätzen zu können. Diese Plausibilisierung wird i.d.R. mittels einer formellen und materiellen Plausibilisierung vorgenommen.

##### 1.1 Formelle Plausibilisierung

Die Einhaltung bzw. Prüfung der Ordnungsnormen in Bezug auf Vollständigkeit, Konsistenz und Richtigkeit der Planung wird als formelle Plausibilisierung bezeichnet. Während bei der

materiellen Plausibilisierung ein Bewertungsermessen nicht vermeidbar sein wird (Zukunftseinschätzungen, Notwendigkeit der Komplexitätsreduktion), ist bei der formellen Plausibilisierung in der Unternehmensbewertung kaum ein Ermessen gegeben. Hier sind Maßnahmen zu treffen, die Fehler, die eine Wesentlichkeitsschwelle überschreiten, ausschließen. Fehler in den Daten oder in einem Teil der Berechnungen können sich erheblich auf den Unternehmenswert auswirken.<sup>6</sup> Ausgangspunkt ist grundsätzlich eine integrierte Planungsrechnung, bestehend aus Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Bilanz und Finanzplanung. In dieses Planungssystem sind weitere Teilsysteme mit einzubeziehen, sofern dies die Planungskomplexität des Planungsobjekts erfordert. Darunter fallen u.a. die Absatzplanung, Preis- und Mengenentwicklung der geplanten Güter und/oder Dienstleistungen, Ressourcenplanung, Kostenplanung, Investitionsplanung, Finanzierungsplanung.



Im Rahmen der **formellen Planungsplausibilisierung** sind die Geschlossenheit des Planungssystems und die Konsistenz der Teilpläne zu prüfen (z.B. soll die Veränderung der liquiden Mittel in den Planbilanzen durch die Plan-Cashflow-Rechnung erklärt werden). Im gesamten Planungssystem liegt durch die Verknüpfung der (drei) Rechensysteme ein systemimmanenter Zirkelbezug vor, der über den Planungshorizont (= Detailplanungszeitraum z.B. von 3 - 7 Jahren) einen großen Umfang und hohen Komplexitätsgrad erreichen kann. Eine zu hohe Komplexität in den Teilbereichen stellt eine wesentliche Fehlerquelle dar. Für den Aufbau einer Planungsrechnung werden u.a. folgende Anleitungen

gegeben, die Fehler in den Daten vermeiden sollen:<sup>6</sup>

- ▶ Trennung von Input-, Berechnungs- und Output-Blättern
- ▶ keine Verwendung von Absolutwerten in den Formeln und die Vermeidung von indirekten Formeln (SVERWEIS, INDEX)
- ▶ Vermeidung von Zirkelbezügen
- ▶ Verwendung von einheitlichen Zahlenformaten und Maßeinheiten
- ▶ logischer Informationsfluss.

Als Methoden der Fehlerentdeckung werden genannt:

- ▶ Nachrechnung aller Rechenschritte der gesamten Planung
- ▶ Sensitivitätstests, in denen einzelne Inputgrößen erhöht, gesenkt oder auf Null gesenkt werden
- ▶ Neuaufbau des Datensatzes in seiner vorgelegten Logik (sog. „parallel model“).

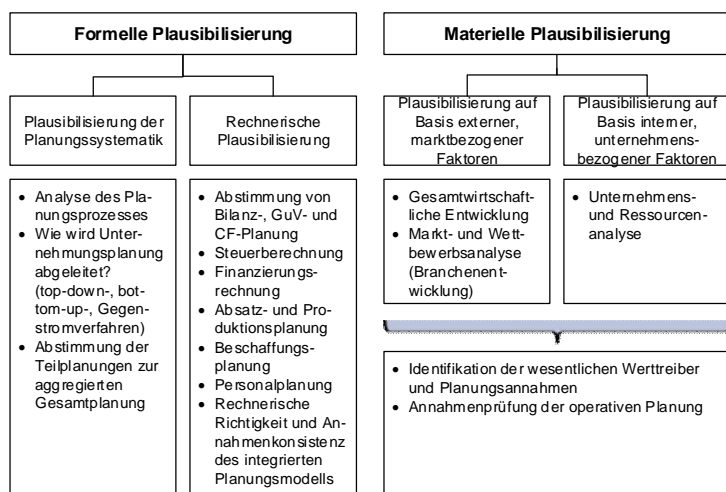
## 1.2 Materielle Plausibilisierung

Die materielle Planungs-Plausibilisierung umfasst die inhaltliche Beurteilung der Erreichbarkeit der Unternehmensplanung. Dabei sind die wesentlichen Annahmen und Werttreiber der operativen Planung im Branchenumfeld und der Stellung des Unternehmens im relevanten Markt zu den Wettbewerbern zu analysieren. Planungsprämissen sind aufgrund der Ergebnisse der Vergangenheitsanalyse zu plausibilisieren. Aufgrund der Unsicherheit der Planung sollten in einer mehrwertigen Planungsrechnung die zentralen Werttreiber in mehreren realistischen Szenarien variiert werden.

Bei Wachstumsunternehmen bildet der Businessplan mangels belastbarer Vergangenheitsdaten oftmals die wesentlichste Deutungsgrundlage. Da Wachstums- und Start-up-Unternehmen in ihren Planungen hohe Umsatz- und Margensteigerungen aufweisen (kein eingeschwungener Zustand), sind diese Annahmen kritisch anhand von Marktstudien und Wettbewerbsanalysen zu hinterfragen, wobei die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells mit am Markt bereits operierenden Unternehmen erheblich eingeschränkt sein dürfte. U.a. sind bei Wachstumsunternehmen und Start-up-Unternehmen insbesondere

die Sicherstellung der künftigen Finanzierung sowie die wachstumsbedingten Kosten- und Ressourcenanpassungen zu prüfen.

### Ebenen der Planungsplausibilisierung<sup>3</sup>



### 1.3 Strategische und operative Unternehmensplanung

Die Erstellung einer integrierten Unternehmensplanung erfolgt i.d.R. in einem mehrstufigen Prozess, an dessen Ausgangspunkt die Unternehmensvision steht, die unter Berücksichtigung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds und der unternehmensspezifischen Situation in eine strategische und operative Unternehmensplanung, die in der Praxis im sog. „Gegenstromverfahren“ aufgestellt wird, mündet.

Die **strategische Planung** definiert das Unternehmen im Markt und beschreibt, in welchen Geschäftsfeldern die Kernkompetenzen bestehen und welche Wettbewerbsvorteile sich daraus ergeben. Als Ergebnisse der strategischen Planung sollten strategische Geschäftsbereiche und betriebliche Funktionen quantitativ dargestellt werden, die Grundlage für die operative Unternehmensplanung sind.<sup>7</sup>

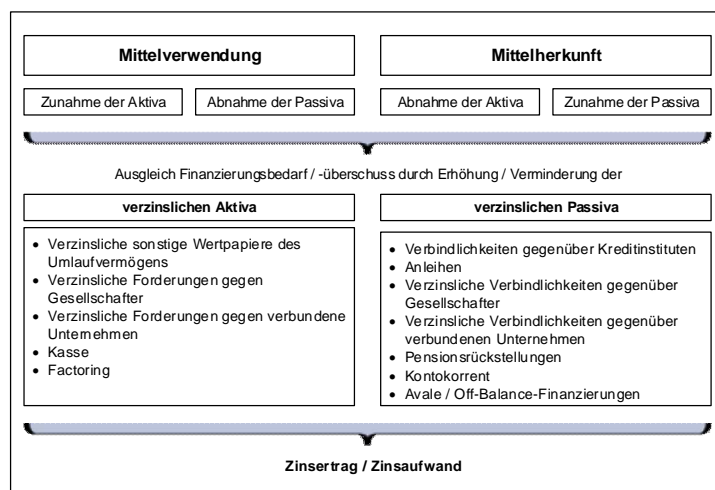
Die **operative Unternehmensplanung** stellt die zahlenmäßige Umsetzung der strategischen Planung dar.<sup>8</sup> Es werden Detailpläne erstellt, die die Grundlage für eine integrierte operative Unternehmensplanung bilden (vgl. integrierte Planung und Teilsysteme der Planung unter Tz. 1.1). Eine fundierte operative Planung baut auf den Daten der Finanzbuchhaltung und Kostenrechnung auf. So müssen z.B. die Eröffnungsbilanzwerte des

ersten Planjahres mit dem Jahresabschluss des Vorjahres abstimbar sein. Der Planungszeitraum der operativen Planung sollte mindestens drei bis fünf Jahre betragen<sup>7</sup> (vgl. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 77).

### 1.4 Finanzplanung

Zentrale Bedeutung für sämtliche Teilpläne der operativen Unternehmensplanung hat die **Finanzplanung**. Bei der Finanzplanung ist zu überprüfen, ob sich das Zinsergebnis rechnerisch aus der Entwicklung der verzinslichen Aktiv- und Passivposten ergibt und die getroffenen Finanzierungsprämissen - unter Berücksichtigung des Ausschüttungsverhaltens - zutreffend umgesetzt sind (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 81). Die Veränderungen von Aktiva und Passiva stellen Mittelverwendung oder Mittelherkunft dar.

### Systematik der Finanzplanung<sup>4</sup>



Eng mit der Finanzplanung ist die **Investitionsplanung** verbunden. Ein künftiger Finanzbedarf ist durch Thesaurierungen, Kapitalzuführungen der Eigentümer und Fremdkapitalaufnahmen zu decken. Darüber hinaus kann insbesondere - bei Bewertungen aus Käufersicht - durch eine Verbesserung der Finanzierungsstruktur eine Wertsteigerung erreicht werden. Auch die Optimierung der Working-Capital-Strukturen können wertsteigernd sein.

Im Falle des Ausscheidens eines Gesellschafters sind Gesellschafterdarlehen durch Fremdfinanzierung zu ersetzen. Bei privaten Sicherheiten, die Gesellschafter für betriebliche Investitionen hingegeben haben, sind marktübliche Avalgebühren anzusetzen.

## 2. Mehrwertige Planungsrechnungen

Künftige finanzielle Überschüsse können - aufgrund von Unsicherheit in der Unternehmensentwicklung - nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Dieses Risiko kann in der Unternehmensbewertung als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) oder als Abschlag von den Erwartungswerten der finanziellen Überschüsse (Sicherheitsäquivalenzmethode) abgebildet werden. In der Praxis wird i.d.R. die Risikozuschlagsmethode angewandt.

Aufgrund der Vielzahl von Einflussfaktoren und Risiken ist zu empfehlen, das Ausmaß der Unsicherheit bzw. die möglichen Abweichungen in den geplanten Ergebnissen oder finanziellen Überschüssen transparent darzustellen. Geeignete Instrumente können hierfür Szenariorechnungen und Sensitivitätsanalysen sein.

Während bei **Sensitivitätsanalysen** der Handlungsspielraum von einzelnen oder mehreren Inputgrößen wie Kosten oder Erlösen untersucht werden, um bestimmte Ziel- oder Grenzwerte, wie z.B. Liquiditätsengpässe oder negative Ergebnisse, festzustellen, werden mit **Szenariorechnungen** verschiedene mögliche Zukunftsszenarien von gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und technischen Entwicklungen als Abfolge möglicher Ereignisse und Verzweigungsketten simuliert.<sup>3</sup> Beide Verfahren variieren die Werttreiber des jeweiligen Geschäftsmodells.

### Merkmale und Unterschiede<sup>4</sup>

| Sensitivitätsanalysen                                                                                                                                                                            | Szenariorechnungen                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Verfahren zur Abschätzung des Risikos durch Variation einzelner ungewisser Inputgrößen oder wesentlicher Werttreiber</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>Verfahren zur Darstellung verschiedener Zukunftsentwicklungen</li> </ul>                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Anwendung auf wertbestimmende Annahmen, wie z.B. Erlöse, Kosten, Wachstum</li> </ul>                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Gleichzeitige Änderung verschiedener Planungsparameter</li> </ul>                                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Beurteilung des Handlungsspielraums im Hinblick auf erwartete Entwicklung der Ertragssituation, Liquidität, Finanzierung und des Eigenkapitals</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Simulation verschiedener Entwicklungsabläufe möglicher Ereignisse und Verzweigungsketten</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Ziel- und Grenzwertbetrachtung</li> </ul>                                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Neben Base Case sind Best Case und Worst Case üblich</li> </ul>                                     |

Häufig werden i.R.v. Szenariorechnungen für die Ermittlung von Erwartungswerten die Planung bestimmter Szenarien mit einem **Best-Case-, Worst-Case- und einem mittleren Base-Case-Szenario** dargestellt. Diesen möglichen Zukunftsszenarien sollten dann Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. Eine Alternative einer Erwartungswertbildung ist der **Entscheidungsbaum**. Er wird bei einem Biotech-Start-up-Unternehmen angewandt, um die zugrunde liegenden Risiken (medizinisch-technisch und finanziell) bei der langfristigen Entwicklung eines Wirkstoffs und die daraus zu treffenden unternehmerischen Entscheidungsoptionen - von Entwicklungsstufe zu Entwicklungsstufe - bis zur Zulassung und Markteinführung eines Medikaments abbilden zu können. Den jeweiligen Szenarien sollten auch hier Eintrittswahrscheinlichkeiten und Zahlungsströme zugeordnet werden.

### Vor- und Nachteile unterschiedlicher Szenariotechniken<sup>3</sup>

| Planung bestimmter Szenarien (Best-, Base-, Worst Case)                                                                                                                                   | Entscheidungsbäume                                                                                                                                                                | Monte-Carlo-Simulation                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Vorteile</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Einfache Handhabung und Umsetzung in der Praxis;</li> <li>Durchführung anhand vorhandener Tools (Excel-Planung) möglich</li> </ul> | <b>Vorteil</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bessere Erwartungswertbildung z.B. von Biotech Startup-Unternehmen</li> </ul>                                               | <b>Vorteil</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Erwartungswertbildung basiert auf einer sehr großen Anzahl (Simulationenläufe) von Szenarien</li> </ul> |
| <b>Nachteile</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Unvollständigkeit der Szenarien</li> <li>Problem bei der Ermittlung der Eintrittswahrscheinlichkeiten</li> </ul>                  | <b>Nachteile</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Unternehmen sind in der Regel zu komplex</li> <li>Problem bei der Ermittlung der Eintrittswahrscheinlichkeiten</li> </ul> | <b>Nachteile</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Zusätzliche Software erforderlich</li> <li>Kenntnisse über Verteilungsfunktionen notwendig</li> </ul> |

In den Szenariorechnungen werden auf Basis einer integrierten Planungsrechnung jeweils die finanziellen Überschüsse für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente abgeleitet. Daraufhin werden den einzelnen Szenarien jeweils Eintrittswahrscheinlichkeiten (p) zugeordnet und die Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse im Planungszeitraum ermittelt.

**Beispiel der Ermittlung von Erwartungswerten bei der Planung von Best-, Base- und Worst-Case-Szenarien auf der Basis von nur drei sensitiven Parametern: Umsatzwachstum, Rohertragsmarge sowie Fremdkapitaleinsatz:<sup>4</sup>**

| Finanzielle Überschüsse | P   | 2014 Plan | 2015 Plan | 2016 Plan  | 2017 Plan  | Ewige Rente |
|-------------------------|-----|-----------|-----------|------------|------------|-------------|
|                         |     | T€        | T€        | T€         | T€         | T€          |
| Base Case               | 70% | 58        | 53        | 74         | 102        | 91          |
| Best Case               | 29% | 114       | 210       | 227        | 260        | 243         |
| Worst Case              | 1%  | 9         | -2        | -10        | -25        | -20         |
| <b>Erwartungswerte</b>  |     | <b>74</b> | <b>98</b> | <b>118</b> | <b>147</b> | <b>134</b>  |

Die Erwartungswerte im Planungszeitraum sind die Grundlage für die Diskontierung mit einem risikoadäquaten Kapitalisierungszinssatz. Der Erwartungswert ist dabei nicht deckungsgleich mit dem finanziellen Überschuss der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit.

### C. Zusammenfassung

1. Eine integrierte Planungsrechnung ist - wie dargestellt - eine unabdingbare Voraussetzung für eine Unternehmensbewertung. Die Planungsrechnung ihrerseits ist formal und materiell zu plausibilisieren und setzt eine nachvollziehbare und transparente Unternehmensplanung voraus.
2. Der Planungsplausibilisierung ist neben einer Analyse des Unternehmens und dessen Umfeld insbesondere auch eine sorgfältige Würdigung der Planung **selbst** zugrunde zu legen.
3. Szenariorechnungen und Sensitivitätsanalysen stellen ein geeignetes Instrumentarium dar, um Risiken und Chancen der zukünftigen Entwicklung in den Planungsrechnungen abzubilden.
4. Auch in der Rechtsprechung werden entsprechende Anforderungen an die Planung gesetzt (vgl. OLG Frankfurt v. 5.3.2012, OLG Stuttgart v. 14.9.2011). Das OLG München konstatiert in seiner Entscheidung vom 18.2.2014, eine Planung müsse plausibel und

widerspruchsfrei sein und zudem auf zutreffenden Informationen aufbauen. Insofern ist ein realistisches Szenario und kein Bestwerte-Szenario der Bewertung zugrunde zu legen.<sup>9</sup>

5. Die inhaltliche Plausibilitätsbeurteilung der Planungsprämissen in der Unternehmensplanung ist die Kernkomponente einer (objektivierenden) Unternehmensbewertung.

**UHY Deutschland AG**  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

**Hermann Pointl**  
Wirtschaftsprüfer  
Steuerberater  
Certified Rating Adviser



27. Februar 2015

**L I T E R A T U R**

- 1 IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
- 2 Creutzmann/Spies, Angaben zur Peer Group, Planungsrechnung und zum Betafaktor bei Unternehmensbewertungen im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen, in: BewertungsPraktiker Nr. 3/2014, S. 98 - S. 101
- 3 Ihlau/Duscha, Abbildung von Risiken und Chancen in der Planungsrechnung, in: Betriebs-Berater 2013, S. 2346 - S. 2350
- 4 Ihlau/Duscha/Gödecke, Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, S. 135 - S. 193, SpringerGabler Verlag 2013
- 5 Franken/Koelen, Besonderheiten bei der Bewertung von Personengesellschaften, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, Hrsg. Peemöller, S. 1011 - S. 1018, NWB-Verlag
- 6 Aschauer/Purtscher, Plausibilisierung der Unternehmensplanung - Formelle Plausibilisierung, in: BewertungsPraktiker Nr. 1/2013, S. 2 - 6
- 7 Neis/Leis, Anforderungen an Unternehmensplanungen, in: BewertungsPraktiker Nr. 4/2011, S. 12 - S. 15)
- 8 Hachmeister/Ruthardt, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung zur Entnahmeplanung, in: DStR 2013, S. 2530 - 2537 (S. 2534)
- 9 Franken/Schulte, Ermittlung des Zukunftsertrags, in: Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, S. 114 - S. 151 (S. 147 - S. 148), Hrsg. Fleischer/Hüttemann, Verlag Dr. Otto Schmidt KG