Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2011-4

Claudia Schrenker

Planungsrechnung und Planungsgüte in der Unternehmensbewertung auf Grund aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen - Eine empirische Analyse

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen

Planungsrechnung und Planungsgüte in der Unternehmensbewertung auf Grund aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen – Eine empirische Analyse

Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2011-4
www.pw.wiso.uni-erlangen.de

Claudia Schrenker

Autorin: Dipl.-Kff. Claudia Schrenker, Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen (Prof. Dr. Klaus Henselmann), Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Lange Gasse 20, D-90403 Nürnberg, Tel. +49 911 5302 437, Fax +49 911 5302 401, claudia.schrenker@wiso.uni-erlangen.de

Schlagwörter: Unternehmensbewertung, Ertragswertverfahren, Vergangenheitsanalyse, Planungsrechnung, Phasenmethode, Zukunftsprognose, Prognoseunsicherheit, Planungsgüte, Squeeze-out, Zwangsausschluss, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Strukturmaßnahmen

Title: Planning and planning quality in business valuation within structural measures according to German stock corporation law – An empirical analysis

Abstract: For determining the compensation within structural measures according to German stock corporation law (e.g. squeeze-out minority stockholders) it is necessary to calculate the enterprise value, respectively the share value. For this purpose the income approach is applied almost exclusively. Using this method, a crucial problem is the uncertainty in planning the future development of earnings. The paper analyzes expert reports on business valuation, in particular the planning of earnings. Furthermore the analysis includes the planning quality by comparing planned earnings with actual results and with forecasts of financial analysts.

Keywords: Business Valuation, Income Approach, Analysis of Past Results, Planning, Phase Method, Forecast, Forecast Uncertainty, Planning Quality, Squeeze-out, Forced Take Over, Control and Profit and Loss Transfer Agreements, Structural Measures

JEL Classification: G34, K22, M42, M48

Gliederung

1. Einleitung 3
2. Ermittlung der zukünftigen Ertragsüberschüsse 4
   2.1 Vergangenheitsanalyse 4
   2.2 Planungsrechnung 5
3. Datengrundlage und Fragestellungen der Untersuchung 8
4. Ergebnisse der Untersuchung 9
   4.1 Zeiträume der Vergangenheitsanalyse und Planungsrechnung 9
   4.2 Analyse des Umfangs der Bereinigungen und Entwicklung der Plan-Ergebnisse 12
      4.2.1 Vorbemerkung 12
      4.2.2 Ausmaß der Bereinigungen der vergangenen Ergebnisse und Entwicklung der Plan-Ergebnisse 13
         4.2.2.1 Ergebnisse im Überblick 13
         4.2.2.2 Detaillierte Analyse der ersten drei Planjahre 15
      4.2.3 Einfluss der Finanz- und Wirtschaftskrise auf den Umfang der Bereinigungen und die Prognose künftiger Ergebnisse 17
      4.2.4 Entwicklung der geplanten Jahresüberschüsse 21
   4.3 Vergleich der geplanten Jahresüberschüsse mit tatsächlichen Ergebnissen und Analystenprognosen 24
      4.3.1 Vorbemerkung 24
      4.3.2 Plan-Ergebnisse vs. Ist-Ergebnisse 24
      4.3.3 Plan-Ergebnisse vs. Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten 29
      4.3.4 Plan-Ergebnisse vs. Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten für Peer Group-Unternehmen 31
      4.3.5 Zusammenfassende Darstellung und Beurteilung der Ergebnisse 33
5. Zusammenfassung 35

Literaturverzeichnis 37

1. Einleitung

Zur Ermittlung angemessener Kompensationsleistungen, die auf Grund aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen an die ausgeschlossenen bzw. außenstehenden Aktionäre zu leisten sind, wird in der Bewertungspraxis der Unternehmens- bzw. der Anteilswert ermittelt. Der Gesetzgeber schreibt für die Bewertung des Unternehmens kein bestimmtes Verfahren vor. In der Bewertungspraxis wird jedoch nahezu ausschließlich auf das Ertragswertverfahren zurückgegriffen,[1] da die Anwendung dieses Bewertungsverfahrens von gerichtlicher Seite grundsätzlich befürwortet wird.[2]

Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens ist der Barwert der für die Zukunft prognostizierten Ertragsüberschüsse zu ermitteln. Als problematisch gilt hierbei unter anderem die naturgemäß vorhandene Prognoseunsicherheit bei der Bestimmung der künftigen Ertragslage der zu bewertenden Unternehmen. Daher stellen in gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren die im Rahmen der Unternehmensbewertung herangezogenen Planungsrechnungen auch häufig einen Angriffspunkt klagender Aktionäre dar.[3] Fraglich ist dann stets, ob die Prognosen der Bewerter wirklich zu pessimistisch waren und die vorgebrachte Kritik an der Planungsrechnung berechtigt ist.

Der vorliegende Beitrag soll einen Einblick in die Bewertungspraxis hinsichtlich der Prognosen der zukünftigen Erträge, der vorab durchgeführten Vergangenheitsanalysen und der Planungsgüte der Bewerter geben. Dazu wurden im Rahmen einer von der Autorin durchgeführten Untersuchung insgesamt 80 Gutachtliche Stellungnahmen zur Ermittlung des Unternehmenswertes aus den Jahren 2002 bis 2010 analysiert. In dem vorliegenden Beitrag werden die Entwicklungen der Unternehmensergebnisse im Zeit-

---

[1] Bei der Ermittlung der angemessenen Kompensationsleistung ist nach der Rechtsprechung zudem der Börsenkurs zu berücksichtigen; vgl. dazu BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94; BGH: Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00; BGH: Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09.

[2] Vgl. BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94; BGH: Beschluss vom 21.07.2003, II ZB 17/01; zur jüngeren Rechtsprechung der Instanzgerichte vgl. bspw. OLG Stuttgart: Beschluss vom 22.09.2009, 20 W 20/06; OLG Düsseldorf: Beschluss vom 10.06.2009, 26 W 1/07; OLG München: Beschluss vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06.

[3] Vgl. bspw. OLG Stuttgart: Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07; OLG Stuttgart: Beschluss vom 14.10.2010, 20 W 16/06; OLG Düsseldorf: Beschluss vom 10.06.2009, 26 W 1/07; OLG München: Beschluss vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06; zur Überprüfung der Planungsrechnung in gerichtlichen Verfahren siehe auch Neis, J.: BewP 3/2009, S. 2-6.

verlauf (Vergangenheit und Planung) aufgezeigt und analysiert. Zudem werden die Ergebnisse aus einem vorgenommenen Vergleich der Plan-Werte mit Ist-Werten und Prognosen unabhängiger Finanzanalysten dargestellt.

Im Folgenden wird jedoch zunächst ein kurzer Überblick über die Grundsätze des IDW und die in Literatur und Rechtsprechung vorzufindenden Empfehlungen zu dieser Thematik gegeben. Anschließend wird auf die der Untersuchung zu Grunde liegenden Daten eingegangen sowie auf die Fragestellungen, denen durch die empirische Erhebung konkret nachgegangen wurde. In den darauf folgenden Kapiteln werden die Ergebnisse der durchgeführten Studie dargestellt. Der Beitrag schließt mit einer Zusammenfassung.

2. Ermittlung der zukünftigen Ertragsüberschüsse

2.1 Vergangenheitsanalyse

Um eine sachgerechte Prognose über die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens abgeben zu können, ist ein schrittweises Vorgehen sinnvoll. Es beginnt zunächst mit der Analyse der vergangenen Entwicklung,[4] denn die in der Vergangenheit verantwortlichen Einflussfaktoren auf die Ertragskraft können auch für die künftige Entwicklung wichtige Indikatoren darstellen. Zur Analyse der finanziellen Ergebnisse ist die Auswertung früherer Jahresabschlüsse von zentraler Bedeutung.[5] Um daraus Prognosen für zukünftige Ertragsüberschüsse ableiten zu können, sind jedoch Bereinigungen der Daten vorzunehmen.[6] So können z.B. einmalige Sondereffekte oder eine im Zeitablauf geänderte Bilanzpolitik eine Anpassung der Gewinn- und Verlustrechnung erfordern,

---

[4] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72; IDW: WP Handbuch II, Rn. A 151.

[5] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73. Neben der Analyse der wirtschaftlichen Verhältnisse des zu bewertenden Unternehmens sind zudem die rechtlichen Verhältnisse, eine eingehende Unternehmensanalyse (z.B. SWOT-Analyse) sowie eine Umweltanalyse (Markt- und Branchenentwicklung) durchzuführen; vgl. dazu Peemöller, V. H./ Kunowski, S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 293-299.

[6] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73; IDW: WP-Handbuch II, Rn. A 246-248.

damit die Vergleichbarkeit und Prognoseeignung des Zahlenmaterials sichergestellt ist.[7]

Für die Vergangenheitsanalyse wird in der Literatur häufig ein Referenzzeitraum von drei bis fünf Jahren vorgeschlagen.[8] Vereinzelt werden auch fünf bis sechs Jahren befürwortet, um der Gefahr zu entgehen, nur besonders starke oder schwache Jahre des Unternehmens zu berücksichtigen.[9] Bei zu kurzen Zeiträumen läuft man zudem Gefahr, langfristige Trends außer Acht zu lassen, die für die anschließende Prognose von großer Bedeutung sein können.[10] Bei zu langen Zeiträumen ist jedoch kritisch zu hinterfragen, ob nicht Ergebnisse analysiert werden, deren Indikatoren weder heute noch in Zukunft als realistische Bedingungen angesehen werden können.[11] Die Rechtsprechung betont in diesem Zusammenhang, dass eine Gewichtung bei der Auswahl der zu analysierenden Jahre im Ermessen des Gutachters liege, mithin in begründeten Fällen auch das Auslassen eines Jahres nicht zu beanstanden sei.[12]

2.2 Planungsrechnung

Im Anschluss an die durchgeführte Vergangenheitsanalyse und die Bereinigung der Daten sind in einem weiteren Schritt die Ertragsüberschüsse für die Zukunft abzuschätzen, die anschließend mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden.

Zu dieser Prognose wird überwiegend die Anwendung der so genannte Phasenmethode empfohlen, wonach der Planungszeitraum meist in zwei Phasen eingeteilt wird.[13] Die

---

[7] Vgl. Henselmann, K./ Kniest, W.: Unternehmensbewertung, S. 113; Seppelfricke, P.: Unternehmensbewertung, S. 228-236.

[8] Vgl. Peemöller, V. H./ Kunowski, S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 293; Born, K.: Unternehmensanalyse, S. 60; Mandl, G./ Rabel, K.: Unternehmensbewertung, S. 146; Moxter, A.: Unternehmensbewertung, S. 99.

[9] Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 23.

[10] Vgl. Henselmann, K.: BewP 2/2006, S. 3.

[11] Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung, S. 23-24.

[12] Vgl. OLG Stuttgart: Beschluss vom 01.10.2003, 4 W 34/93.

[13] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 77; kritisch zur Phasenmethode vgl. Barthel, C. W.: DB 2009, S. 1030.

Anwendung der Phasenmethode wird auch seitens der Rechtsprechung für sachgerecht erachtet.[14] In der ersten Phase, die auch als Detailplanungsphase bezeichnet wird, werden die Ertragsüberschüsse des Unternehmens detailliert geplant. Diese Phase sollte sich auf einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erstrecken. Lange Produktlebenszyklen können jedoch auch eine Ausdehnung der Detailplanungsphase erfordern.[15] Sofern das zu bewertende Unternehmen selbst Planungsrechnungen erstellt hat, sollten diese nach einer sorgfältigen Plausibilitätsprüfung als Schätzgrundlage zur Prognose der finanziellen Überschüsse herangezogen werden.[16]

Um beurteilen zu können, inwiefern die internen Planungsrechnungen als Schätzgrundlage geeignet sind, erscheint es sinnvoll, die Planungstreue der Unternehmen in der Vergangenheit zu untersuchen, indem Abweichungen zwischen Plan- und Ist-Ergebnissen der letzten Jahre analysiert werden. Das geschilderte Zusammenwirken vorliegender Ist-Ergebnisse der Vergangenheit und unternehmensinterner Plandaten zur Erstellung der Detailplanung des Gutachters lässt sich wie folgt grafisch zusammenfassen:

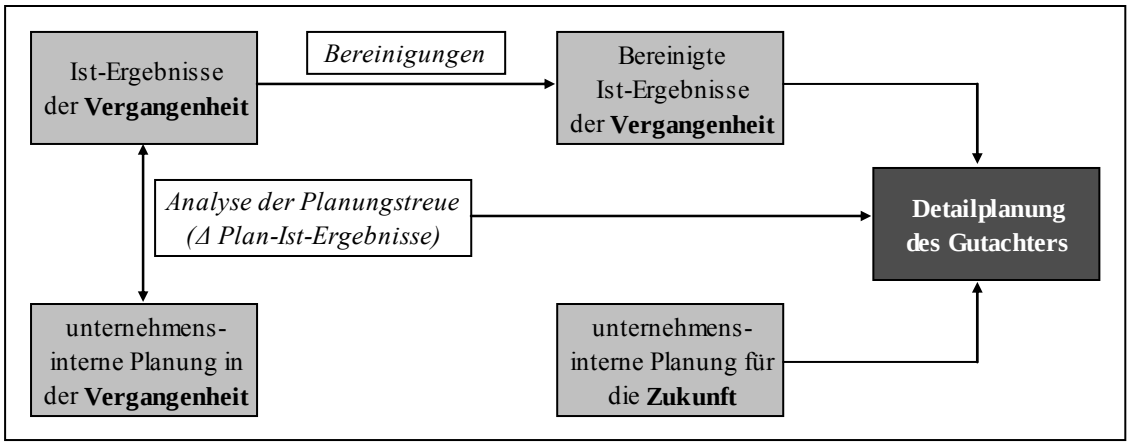


Abb. 1: Einfluss vorliegender Ist-Ergebnisse und unternehmensinterner Plandaten auf die Detailplanung des Gutachters

---

[14] Vgl. BGH: Beschluss vom 21.07.2003, II ZB 17/01; siehe dazu auch Piltz, D. J.: Unternehmensbewertung, S. 148.

[15] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 77.

[16] Vgl. IDW: WP-Handbuch II, Rn. A 165-169; Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 97; zur analogen Rechtsprechung vgl. bspw. OLG München: Beschluss vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06; OLG Stuttgart: Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08; kritisch zur Verwendung unternehmensinterner Plandaten vgl. Knoll, L.: DStR 2010, S. 616-617.

Für die zweite Phase ist die langfristige Trendentwicklung maßgeblich.[17] Unter der Annahme der unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens wird für diese Phase ein unendlicher Zeitraum angesetzt. Man spricht dabei auch von dem so genannten Restwertzeitraum.[18] Dieser Phase kommt bei der Ermittlung des Ertragswerts eine große Bedeutung zu, da der hier zu errechnende Restwert i.d.R. einem sehr hohen Anteil am Unternehmenswert entspricht.[19]

In der Literatur ist mitunter auch die Aufteilung des gesamten Planungszeitraums auf drei Phasen zu finden. Hierbei werden in der ersten Phase die Ertragsüberschüsse detailliert geplant und daraus für die zweite Phase, die häufig als Grobplanungs- oder Konvergenzphase bezeichnet wird, ein Trend abgeleitet; erst die dritte Phase stellt hier den Restwertzeitraum dar.[20]

Auf Grund der großen Prognoseunsicherheit kann es nach Auffassung des IDW auch empfehlenswert sein, mehrwertige Planungsrechnungen zu erstellen bzw. verschiedene Szenarien abzubilden oder Ergebnisbandbreiten zu ermitteln.[21] Auch in der Literatur wird die Anwendung von Szenariotechniken häufig thematisiert.[22] Letztlich sind auch in der Rechtsprechung erste Aussagen dahingehend zu vernehmen, dass der Einsatz von Szenariotechniken sinnvoll sein kann.[23]

---

[17] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 78.

[18] Vgl. IDW: WP Handbuch II, Rn. A 158; Peemöller, V. H./ Kunowski, S.: in Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 299-300. Zu der in der Literatur kontrovers geführten Diskussion zum Ansatz der ewigen Rente vgl. bspw. Kruschwitz, L./ Löffler, A.: DB 1998, S. 1041-1043; Lobe, S.: CFbiz 2010, S. 179-182; Frühling, V.: FB 2009, S. 200-203.

[19] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 79; Henselmann, K.: FB 2000, S. 152; Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 104; Born, K.: Unternehmensanalyse, S. 103; Meitner, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 493; Barthel, C. W.: DStR 2010, S. 1198.

[20] Vgl. Piltz, D. J.: Unternehmensbewertung, S. 20; Meitner, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 493-494; Wollny, C.: Unternehmenswert, S. 202-203; Seppelfricke, P.: Unternehmensbewertung, S. 310.

[21] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 80; IDW: WP-Handbuch II, Rn. A 163.

[22] Vgl. Hail, L.: ST 2002, S. 206-208; Hayn, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 693-700; Henselmann, K./ Kniest, W.: Unternehmensbewertung, S. 158-159; Kuhner, C.: AG 2006, S. 719; Jonas, M.: FB 2009, S. 542.

[23] Vgl. OLG Düsseldorf: Beschluss vom 10.06.2009, 26 W 1/07.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass die Empfehlungen des IDW hinsichtlich der Vorgehensweise zur Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse seit der Einführung des IDW S 1 im Jahr 2000 in diesem Standard verankert sind.[24]

3. Datengrundlage und Fragestellungen der Untersuchung

Im Rahmen der Untersuchung wurden insgesamt 80 Gutachtliche Stellungnahmen (bzw. Übertragungs- und Vertragsberichte) analysiert. In 50 Fällen lagen die von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erstellten Gutachten vor. Bei den restlichen 30 Fällen wurden die Übertragungsberichte (bei Squeeze-out-Vorhaben) bzw. die Vertragsberichte (bei Abschluss von Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträgen) zur Analyse herangezogen. Die Inhalte der Bewertungsgutachten, die von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erstellt werden, sind i.d.R. vollständig in den Übertragungs- bzw. Vertragsberichten wiedergegeben. Insgesamt wurde in 78 Fällen der Unternehmenswert durch eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelt. In einem Fall wurde zur Unternehmenswertermittlung kein Wirtschaftsprüfer beauftragt, sondern diese vom Vorstand der AG durchgeführt. In einem weiteren Fall waren dem Übertragungsbericht keine Angaben zum Bewerter zu entnehmen.

Anlass für die Bewertung war in 56 Fällen ein bevorstehender aktienrechtlicher Squeeze-out nach § 327a AktG, in 22 Fällen der Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages nach § 291 AktG. In den restlichen zwei Fällen waren nach Angaben in den Gutachten die beiden genannten aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zugleich geplant und damit Grund für die Erstellung der Bewertungsgutachten zur Ermittlung des Unternehmens- bzw. Anteilswertes.

Im Rahmen der Untersuchung wurden die Planungsrechnungen und die vorangehende Vergangenheitsanalyse in den 80 Bewertungsfällen analysiert. Konkret wurde dabei den folgenden Themenbereichen und Fragestellungen nachgegangen:

---

[24] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2000, Tz. 73-90; IDW S 1 i.d.F. 2005, Tz. 76-92; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68-84.

(1) Zeitliche Struktur
   a) Wie viele Geschäftsjahre wurden von den Bewertern für die Vergangenheitsanalysen herangezogen?
   b) Welche Zeiträume umfassen die aufgestellten Planungsrechnungen?
(2) Planwerte
   a) In welchem Ausmaß wurden Bereinigungen der vergangenen Ergebnisgrößen vorgenommen, um zu einem nachhaltigen Ergebnis zu kommen?
   b) Wie gestaltet sich der Verlauf der für die Zukunft geplanten Ergebnisgrößen?
   c) In welchem Ausmaß schlägt sich die Finanz- und Wirtschaftskrise, insbesondere bei Bewertungen, die in den Jahren 2008 und 2009 durchgeführt wurden, bei der Planung der künftigen Ergebnisse nieder?
(3) Vergleich der Planwerte mit folgenden Referenzwerten:
   a) Im Nachhinein tatsächlich resultierende Ergebnisse
   b) Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten für das zu bewertende Unternehmen
   c) Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten für vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

Die Ergebnisse der Untersuchung werden in den folgenden Ausführungen dargestellt und erläutert.

4. Ergebnisse der Untersuchung

4.1 Zeiträume der Vergangenheitsanalyse und Planungsrechnung

Im Rahmen der empirischen Erhebung wurden die Gutachten zunächst dahingehend untersucht, wie viele Geschäftsjahre für die Vergangenheitsanalyse und die Planungsrechnung herangezogen wurden. Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass Bewerter für die Vergangenheitsanalyse überwiegend auf die letzten drei Geschäftsjahre zurückgreifen – wie in der folgenden Abbildung ersichtlich ist, in 60 von 80 Fällen:

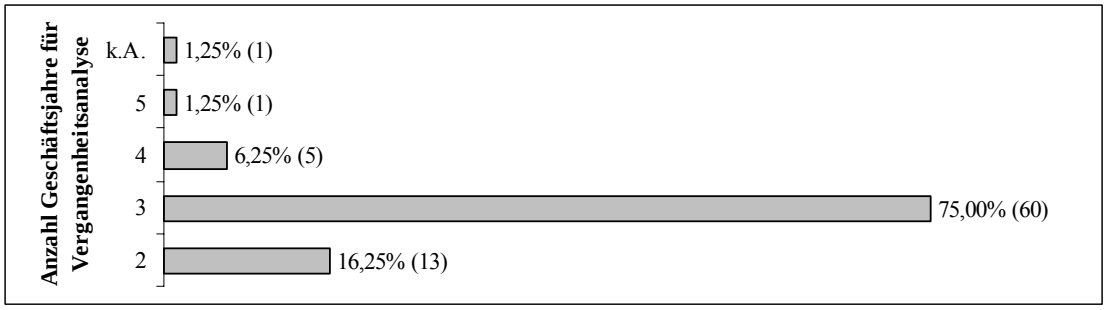


Abb. 2: Anzahl der Geschäftsjahre für die Vergangenheitsanalyse[25]

Die Abbildung zeigt ebenfalls, dass in 13 Gutachten für die Vergangenheitsanalyse die letzten zwei Geschäftsjahre herangezogen worden sind, in fünf Fällen die vergangenen vier Jahre und in nur einem Fall die letzten fünf Geschäftsjahre. In einem Bewertungsgutachten wurde zwar erwähnt, dass vergangene Geschäftsjahre zur Plausibilisierung der Prognose künftiger Ergebnisse analysiert wurden; detailliertere Angaben zur Vergangenheitsanalyse waren der Gutachtlichen Stellungnahme jedoch nicht zu entnehmen.

Für die Prognose der zukünftigen Ertragsüberschüsse wurde bei allen Bewertungen die Phasenmethode angewandt. Den Bewertungsgutachten war zu entnehmen, dass i.d.R. interne Planungsrechnungen der bewerteten Unternehmen vorlagen und diese von den Bewertern nach einer Plausibilitätsprüfung, und ggf. entsprechenden Anpassungen, für die Planung künftiger Ergebnisse herangezogen wurden. Dazu wird in den Gutachten mitunter die Analyse der Planungstreue der Unternehmen untersucht, indem Abweichungen zwischen Plan- und Ist-Ergebnissen der letzten Jahre analysiert werden. Konkrete Angaben hierzu waren in 26 von 80 Fällen (32,5%) vorzufinden.[26] Weitergehende Erläuterungen zur Plausibilitätsprüfung der Planungsrechnung sind in den Gutachten eher selten zu finden.[27]

---

[25] In zwei der 60 Fälle, in denen für die Vergangenheitsanalyse drei Geschäftsjahre herangezogen wurden, ist jeweils ein Rumpfgeschäftsjahr enthalten. Ebenso in drei der insgesamt fünf Fälle, in denen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse vier Geschäftsjahre betrachtet wurden.

[26] Der Frage, inwieweit die Untersuchung der Planungstreue der Vergangenheit zu einer besseren Planungsgenauigkeit der Gutachter führt, wird in Kapitel 4.3.2 des vorliegenden Beitrags nachgegangen.

[27] Kritisch zu den überwiegend spärlichen Ausführungen in Bewertungsgutachten vgl. auch Barthel, C. W.: DStR 2010, S. 1200.

Die Bandbreite der Geschäftsjahre für die Planungsrechnung (Detail- und Grobplanungsphase) erstreckt sich von einem Jahr bis 46 Geschäftsjahren. Wie in der folgenden Abbildung zu erkennen ist, wird von der überwiegenden Mehrheit der Empfehlung des IDW gefolgt und ein Planungszeitraum von drei bis fünf Jahren angesetzt.[28] Hierunter fallen insgesamt 57 von 80 Bewertungen; dies entspricht insgesamt 71,25%.

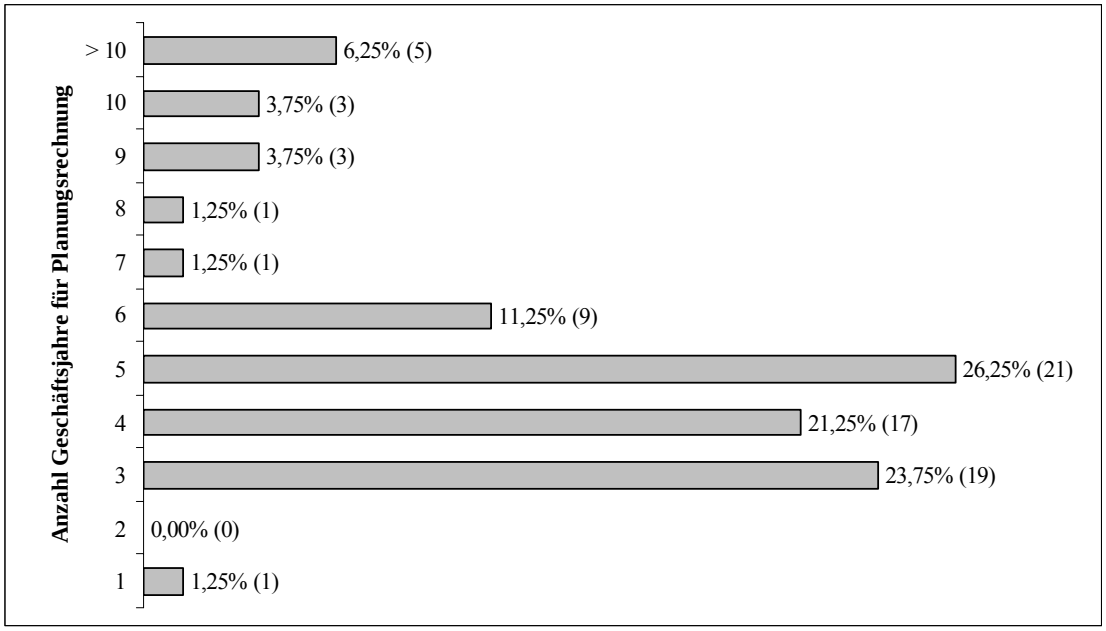


Abb. 3: Anzahl der Geschäftsjahre für die Planungsrechnung

Auffallend sind die Extremwerte von nur einem bzw. von über zehn, bis hin zum Maximum von 46 Planjahren. Im ersten Fall lag von dem zu bewertenden Unternehmen lediglich eine Budgetplanung für ein Geschäftsjahr vor. Nach Angaben im Bewertungsgutachten wurde diese nach einer Plausibilitätsprüfung für die Bewertung herangezogen und anschließend die Phase der ewigen Rente angesetzt.

Ein genauer Blick auf die Fälle mit mehr als zehn Planjahren führt zu folgendem Ergebnis: In zwei Fällen lagen unternehmensinterne Planungen für die folgenden elf

[28] Für weitere Ergebnisse aus einer empirischen Erhebung durch eine Befragung vgl. Henselmann, K./ Barth, T.: Unternehmensbewertung, S. 86. Ein Vergleich der aus dieser Studie resultierenden Ergebnisse mit diesen aus der vorliegenden Untersuchung zeigt, dass der Anteil derer, die einen Planungszeitraum von sechs und mehr Jahren wählen bei der Befragung durch *Henselmann/Barth* bei nur 12,94% liegt (11 von 85); in der vorliegenden Studie liegt dieser Anteil bei 27,5% (22 von 80).

bzw. zwölf Geschäftsjahre vor. Diese wurden für die Bewertung herangezogen und anschließend die Phase der ewigen Rente angesetzt. In den verbleibenden drei Fällen wurden ebenso jeweils zunächst für den ersten Abschnitt des Planungszeitraums die Ergebnisse detailliert geplant (für acht, fünf und vier Jahre) und anschließend eine Grobplanung bzw. Trendfortschreibung der Werte vorgenommen (für 14, 20 und 42 Jahre), bevor die Phase der ewigen Rente angeschlossen wurde.

Die Anwendung dieser Drei-Phasen-Methode war insgesamt in sechs von 80 untersuchten Fällen festzustellen. Die überwiegende Mehrheit der Bewerter schließt jedoch – zumindest nach außen hin – an die Detailplanungsphase direkt die Phase der ewigen Rente an.

In einem der untersuchten Fälle umfasst die Planungsrechnung insgesamt nur die Detailplanungsphase. Nach Angaben im Bewertungsgutachten weist das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens eine begrenzte Lebensdauer auf. Demzufolge wurde für die Berechnung des Unternehmenswertes nicht auf die sonst übliche unendliche Lebensdauer abgestellt und nach dem Detailplanungszeitraum von acht Jahren kein nachhaltiges Ergebnis in die Wertermittlung einbezogen.

4.2 Analyse des Umfangs der Bereinigungen und Entwicklung der Plan-Ergebnisse

4.2.1 Vorbemerkung

Wie in den vorangegangenen Ausführungen dargestellt wurde, ist in allen untersuchten 80 Bewertungen eine Vergangenheitsanalyse der letzten Geschäftsjahre vorgenommen worden. Die Ergebnisse der Vergangenheit werden i.d.R. bereinigt und so die normalisierten Ergebnisse der zu bewertenden Unternehmen ermittelt. Die Bereinigungen erfolgen überwiegend (in 90% der vorliegenden Fälle) auf Ebene des EBIT bzw. des EBT. Aufbauend auf den normalisierten Ergebnissen und unter Berücksichtigung der – ggf. auch angepassten – unternehmensinternen Planungsrechnungen werden schließ-

lich die Jahresüberschüsse[29] und letztlich die zu kapitalisierenden Ergebnisse prognostiziert.

In den folgenden Ausführungen werden die Ergebnisse der durchgeführten Untersuchung hinsichtlich des Ausmaßes der Bereinigungen der Vergangenheitszahlen sowie die Entwicklung der von Bewertern ermittelten Plan-Ergebnisse für die Zukunft dargestellt. Da den Bewertungsgutachten nicht in allen Fällen konkrete Angaben zum Umfang der vorgenommenen Bereinigungen und der geplanten künftigen Ertragslage zu entnehmen waren, konnte die Analyse nicht für alle 80 Fälle vorgenommen werden. Zudem wurden auch diejenigen Fälle für die Auswertungen unberücksichtigt gelassen, in denen entweder im Zeitraum der Vergangenheitsanalyse oder bei der Planungsrechnung Rumpfgeschäftsjahre vorhanden waren, um eine Verzerrung der Ergebnisse zu vermeiden. Aus den genannten Gründen liegen der im Folgenden dargestellten Untersuchungen insgesamt 60 Bewertungen aus den Jahren 2003 bis 2010 zu Grunde.

4.2.2 Ausmaß der Bereinigungen der vergangenen Ergebnisse und Entwicklung der Plan-Ergebnisse

4.2.2.1 Ergebnisse im Überblick

Um die verhältnismäßige Entwicklung der Ergebnisse in der Vergangenheit, das Ausmaß der Bereinigungen und den Verlauf der Plan-Ergebnisse für die 60 untersuchten Fälle darstellen zu können, wurde für alle Unternehmen jeweils das bereinigte Ergebnis des letzten vergangenen Geschäftsjahres (im Folgenden auch als V1 bezeichnet) gleich 100% gesetzt und die weiteren Werte jeweils im prozentualen Verhältnis dazu. Anschließend wurde für alle betrachteten Fälle der Median dieser Ergebnisse ermittelt. Die so gewonnenen Ergebnisse hinsichtlich des Ausmaßes der von den Bewertern vorgenommenen Bereinigungen der Ergebnisgrößen der vergangenen Jahre (V) sowie die jeweils geplanten Ergebnisentwicklungen für die zukünftigen Geschäftsjahre (Planjahre P) sind in der folgenden Abbildung dargestellt und werden anschließend erläutert:

---

[29] Im vorliegenden Beitrag wird begrifflich nicht zwischen dem Jahresüberschuss und dem Konzernjahresüberschuss differenziert. Sofern Konzernunternehmen der Bewertung unterlagen, wird aus Vereinfachungsgründen auch der Begriff Jahresüberschuss verwendet.

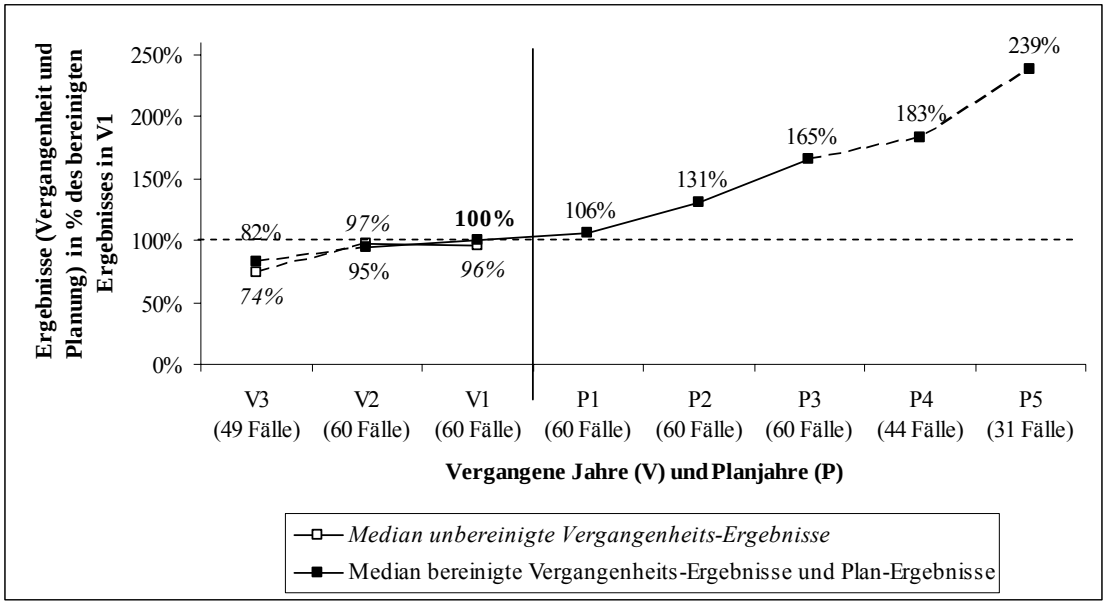


Abb. 4: Entwicklung der Ergebnisse im Vergangenheitszeitraum und Plan-Ergebnisse

Für alle 60 Fälle konnte die Entwicklung zwischen dem vorletzten und dem letzten vergangenen Geschäftsjahr (V2 und V1) untersucht werden. Ebenso die geplante Entwicklung für die ersten drei Planjahre (P1 bis P3). Hinsichtlich der vorgenommenen Bereinigung der Vergangenheitszahlen konnte festgestellt werden, dass bei Betrachtung des Median für alle 60 Fälle nur geringe Abweichungen zwischen den unbereinigten und den bereinigten Ergebnisgrößen vorliegen. So entspricht z.B. in V1 der Median der unbereinigten Ergebnisse 96% des Medians der bereinigten Ergebnisse. Auch in den weiter zurückliegenden Vergangenheitsjahren ist der Umfang der Bereinigungen bei Betrachtung der jeweiligen Medianwerte relativ gering. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass sich die dargestellten Ergebnisse in V3 auf eine geringere Fallzahl der untersuchten Bewertungen beziehen und daher nur eingeschränkt mit den Medianwerten aller 60 untersuchten Fälle in V2 und V1 vergleichbar sind. Grund hierfür ist, dass nicht in allen analysierten 60 Bewertungen drei Geschäftsjahre für die Vergangenheitsanalyse herangezogen wurden, sondern nur in 49 Fällen.

Wie die obige Abbildung zudem zeigt, steigt der Median der Ergebnisse sowohl innerhalb des Vergangenheitszeitraums als auch bei der Planung der zukünftigen Werte von Jahr zu Jahr an. Mit anderen Worten: Bei der Prognose der künftigen Ertragslage wird überwiegend von einer positiven Entwicklung der zu bewertenden Unternehmen aus-

gegangen und es werden i.d.R. Ergebnisse prognostiziert, die über dem Ergebnisniveau der Vergangenheit liegen. Auch hier ist zu den oben dargestellten Medianwerten darauf hinzuweisen, dass die Werte in P4 und P5 nicht für alle 60 Fälle, sondern nur für 44 bzw. 31 dargestellt sind. Hierbei handelt es sich um diejenigen Fälle, deren Planungsrechnung einen Zeitraum von mehr als drei Geschäftsjahren umfasst. Wenngleich damit ein uneingeschränkter Vergleich dieser Medianwerte nicht erfolgen kann, zeigen diese Zahlen dennoch eine gewisse Trendentwicklung der Plan-Ergebnisse.[30]

4.2.2.2 Detaillierte Analyse der ersten drei Planjahre

Für eine genauere Untersuchung der Ergebnisprognosen für die ersten drei Planjahre – insbesondere unter Heranziehen der Mittelwerte – ist es notwendig, die vorliegenden Fälle um Ausreißer zu reduzieren, um eine Verzerrung der Ergebnisse zu vermeiden. Für den um Extremwerte[31] reduzierten Stichprobenumfang (n = 48) liegen die arithmetischen Mittelwerte der geplanten Ergebnisse bei 117% (P1), 148% (P2) und 181% (P3). Damit zeigt sich auch bei Eliminierung von Ausreißern im Durchschnitt ein enormer Anstieg der Plan-Ergebnisse für die ersten drei Planjahre. Betrachtet man die Entwicklung der Fälle in der Vergangenheit (V3 bis V1) errechnet sich eine durchschnittliche jährliche Erhöhung von rund 9%. Unterstellt man diese Entwicklung auch für die Zukunft ergeben sich für die künftige Entwicklung Erwartungswerte in Höhe von 109% (P1), 119% (P2) und 130% (P3).

Fraglich ist, ob die vorliegenden, relativ hohen Mittelwerte durch die der Untersuchung zu Grunde liegenden Fälle zufallsbedingt sind. Dieser Frage wird durch die Anwendung von T-Tests nachgegangen.[32] Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

---

[30] Auf die Darstellung der Entwicklung für die weiteren Planjahre wurde verzichtet, da sechs und mehr Planjahre in nur sehr wenigen Fällen vorhanden waren und diese Ergebnisse daher weniger repräsentativ sind.

[31] Als Extremwerte gelten im Rahmen der Untersuchung generell diejenigen Werte, die unter/über der jeweiligen 10%-Quantil-/90%-Quantil-Grenze liegen.

[32] T-Tests (eine Stichprobe, einseitig) mit den Hypothesen H_0: Plan-Ergebnisse $\leq$ Erwartungswerte.

Planjahr	P1	P2	P3
Stichprobenumfang	48	48	48
Mittelwert	**117%**	**148%**	**181%**
Erwartungswert	**109%**	**119%**	**130%**
Standardabweichung	42%	53%	65%
Freiheitsgrade	47	47	47
T-Wert	1,261	3,776	5,459
Signifikanzwert (p)	**0,107**	**0,000**	**0,000**

Abb. 5: Daten und Ergebnisse der T-Tests

Der Tabelle ist zu entnehmen, dass die Irrtumswahrscheinlichkeit in P1 bei 10,7% liegt und damit kein signifikantes Ergebnis vorliegt. Für P2 und P3 hingegen zeigen die Berechnungen jeweils hoch signifikante Ergebnisse (Irrtumswahrscheinlichkeiten kleiner als 1%). Das heißt, dass es sich bei diesen Fällen sehr wahrscheinlich nicht um zufällige Ausprägungen handelt und somit die Plan-Ergebnisse (in P2 und P3) im Durchschnitt grundsätzlich über den Erwartungswerten, die sich aus dem durchschnittlichen Wachstum der vergangenen Entwicklung ableiten lassen, liegen.

Nach einer weiteren Analyse der einzelnen Entwicklungen der untersuchten Fälle kann festgehalten werden, dass in 25 Gutachten das prognostizierte Plan-Ergebnis zu Beginn des Detailplanungszeitraums einen geringeren Wert aufweist als das bereinigte Ergebnis in V1. Das heißt, dass zunächst mit einer Verschlechterung der Ertragslage gerechnet wurde. Allerdings ist auch zu beobachten, dass in 18 dieser Fälle, und damit in 72%, innerhalb der folgenden Jahre des Detailplanungszeitraums wieder steigende Ergebnisse prognostiziert wurden, die das Niveau des Ergebnisses in V1 übersteigen. Lediglich in sieben Fällen liegen die für die Zukunft geschätzten Ergebnisse während der ersten drei Jahre des gesamten Detailplanungszeitraum unterhalb des bereinigten Ergebnisses in V1. Graphisch betrachtet handelt es sich hierbei um so genannte Hockey-Stick-Kurven, wie die folgende Abbildung verdeutlicht:

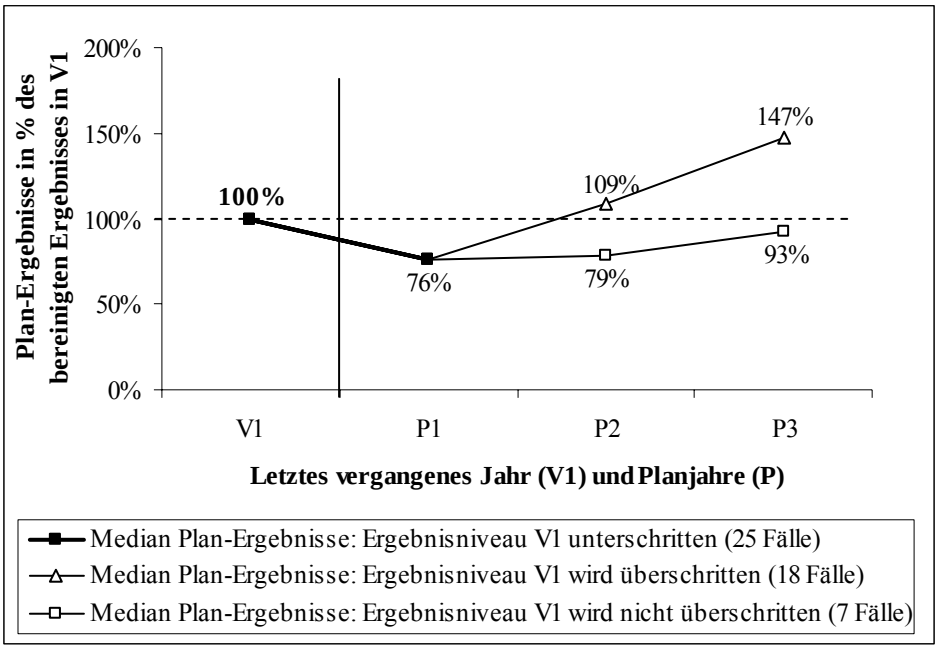


Abb. 6: Entwicklung der Plan-Ergebnisse in 25 Fällen

4.2.3 Einfluss der Finanz- und Wirtschaftskrise auf den Umfang der Bereinigungen und die Prognose künftiger Ergebnisse

Im Zusammenhang mit den obigen Feststellungen stellt sich die Frage, ob die Finanz- und Wirtschaftskrise einen Einfluss auf die Bereinigungen der Vergangenheitszahlen und auf die Prognose der künftigen Ertragslage der zu bewertenden Unternehmen hatte; und wenn ja, in welchem Umfang. Zu vermuten ist zum einen, dass bei Bewertungen, die in der Krise erstellt wurden, eine eher vorsichtige Planung künftiger Ergebnisse vorzufinden ist.[33] Zum anderen dürfte bei Bewertungen, die in der jüngeren Vergangenheit erstellt wurden, und damit der Zeitraum für die Vergangenheitsanalyse Geschäftsjahre betrifft, die in den Zeitraum der Krise fallen, das Ausmaß der Bereinigungen der vergangenen Zahlen größer sein.

Um diesen Vermutungen nachzugehen, wurden die 60 Bewertungsfälle in drei Zeitspannen eingeteilt. Der erste Zeitraum umfasst Bewertungen, die in den Jahren von 2003 bis 2007 durchgeführt wurden; hierunter fallen 30 Fälle. Dem zweiten Zeitraum

[33] Zur Unternehmensplanung in der Krise vgl. auch Jonas, M.: FB 2009, S. 541-542.

wurden die 20 Bewertungen zugeordnet, die in den Jahren 2008 und 2009 erstellt wurden. Bei den verbleibenden zehn Fällen handelt es sich um Gutachten bzw. Berichte, die im Jahr 2010 erstellt wurden. Der Festlegung dieser Zeiträume liegt die Überlegung zu Grunde, dass die Jahre 2008 und 2009 definitiv von der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt waren und damit konkrete Auswirkungen auf die Planungsrechnung ersichtlich sein müssten. Die Jahre von 2003 bis 2007 umfassen damit den Zeitraum *vor* der Krise. Das Jahr 2010 stellt den Beginn des Zeitraums *nach* der Krise dar.

Wenngleich gegen Ende 2007 bereits der Beginn der Finanzkrise in Fachkreisen erkennbar war, wurde für die vorliegende Untersuchung für Bewertungen während der Finanz- und Wirtschaftskrise auf einen Zeitraum abgestellt, der ab 2008 beginnt. Grund hierfür ist, dass eine Unternehmensbewertung, wie sie in den untersuchten Fällen durchzuführen ist, und letztlich auch die Gutachtenerstellung, je nach Unternehmensgröße und Komplexität der Unternehmensstrukturen durchaus mehrere Wochen oder auch Monate in Anspruch nehmen kann. Bei Bewertungen, die gegen Ende 2007 fertig gestellt wurden, war man sich während der Bewertungsarbeiten zumindest der Tragweite der Krise vermutlich noch nicht so bewusst wie in den darauf folgenden Jahren. Für diese Sichtweise spricht auch ein Blick auf die Performance des Deutschen Aktienindex in dem relevanten Zeitraum. Betrachtet man die Entwicklung des DAX von 2003 bis 2010, ist deutlich erkennbar, dass der massive Einbruch erst im Jahr 2008 zu verzeichnen ist.[34]

Für die folgende Darstellung der Ergebnisse der Untersuchung wurde, analog der im vorangegangenen Kapitel geschilderten Vorgehensweise, jeweils das bereinige Ergebnis in V1 gleich 100% und die weiteren Werte im prozentualen Verhältnis dazu gesetzt. Schließlich wurde der Median aller Werte für die einzelnen Geschäftsjahre ermittelt. Die Ergebnisse der Untersuchung für die drei Zeitspannen zeigt die folgende Abbildung. Die Darstellung bezieht sich dabei ausschließlich auf die Entwicklung in den letzten zwei vergangenen Jahren und die prognostizierten Ergebnisse für die ersten drei Planjahre:

---

[34] Vgl. Onvista: DAX-Performance, http://www.onvista.de/index/snapshot.html?ID_NOTATION=20735&MONTHS=120#chart.

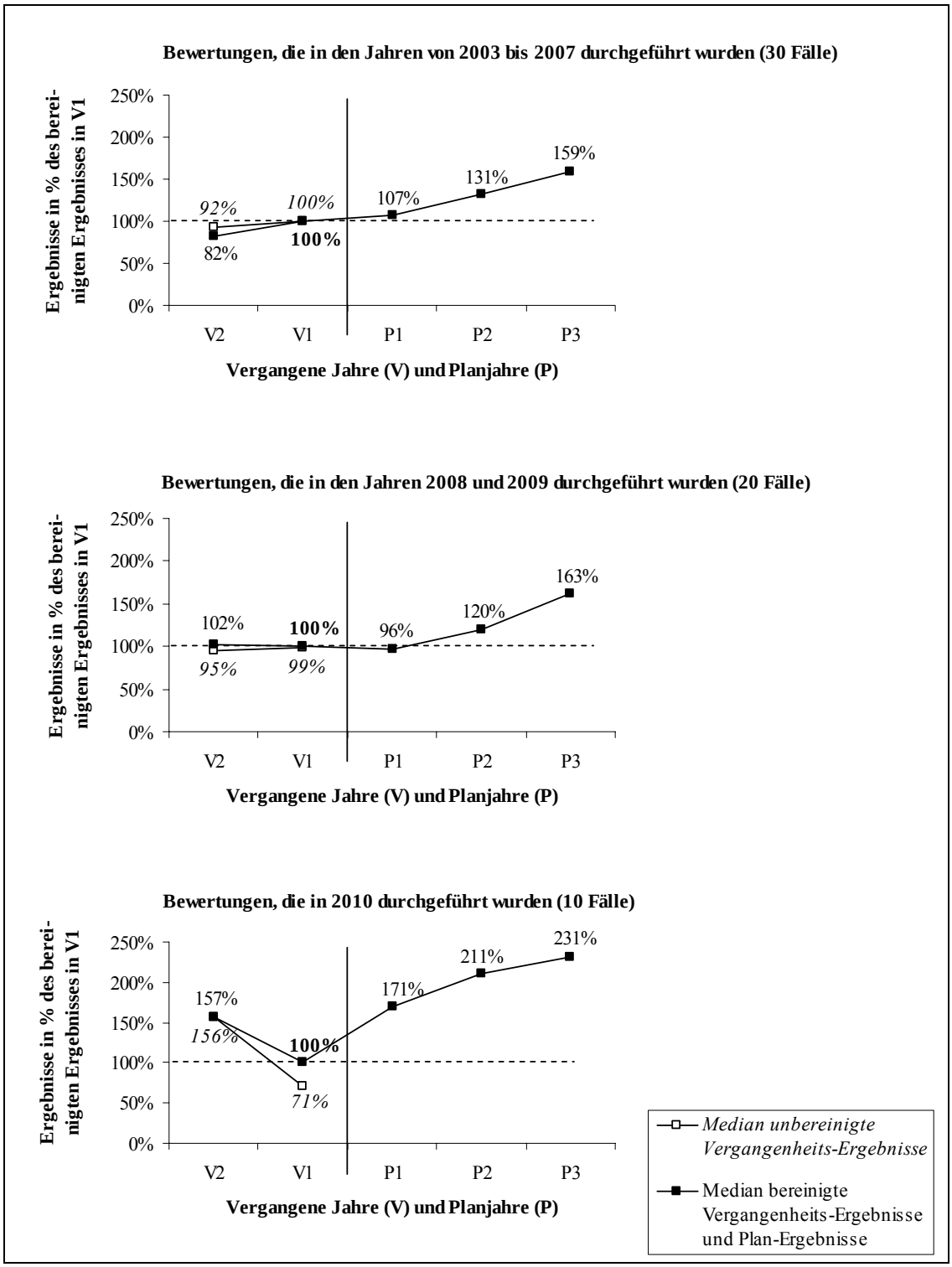


Abb. 7: Entwicklung der Ergebnisse im Vergangenheitszeitraum und Plan-Ergebnisse unter Berücksichtigung des Zeitpunkts der Gutachtenerstellung

Aus den obig dargestellten Medianwerten der Ergebnisentwicklungen ist deutlich zu erkennen, dass bei Bewertungen aus den Jahren 2003 bis 2007 sowohl die Entwicklung in der Vergangenheit als auch die für die Zukunft prognostizierten Werte ansteigen. Bei Bewertungen, die in den Jahren 2008 und 2009 erstellt wurden, zeigt sich, dass für das erste Planjahr mit einer rückläufigen Entwicklung der Ertragslage für die bewerteten Unternehmen gerechnet wurde, für die weitere Planung jedoch wieder deutlich ansteigende Ergebnisse und dementsprechend nur kurzfristige Ergebniseinbußen erwartet wurden.

Der Darstellung der Medianwerte für Bewertungen aus dem Jahr 2010 ist zu entnehmen, dass der Umfang der Bereinigungen der Ist-Ergebnisse des letzten vergangenen Geschäftsjahres (V1), das hier konkret das Jahr 2009 betrifft, zu einer Ergebnisverbesserung in relativ großem Ausmaß führt. Besonders beachtenswert ist auch der jeweils verhältnismäßig große Anstieg der für die drei künftigen Geschäftsjahre prognostizierten Ergebnisse.

Ingesamt bleibt damit festzuhalten, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise in den untersuchten Bewertungsfällen zwar schon zu einer zunächst vorsichtigeren Planung zukünftiger Werte geführt hat. Diese Zurückhaltung spiegelt sich jedoch hauptsächlich in den für das erste Planjahr prognostizierten Ergebnissen wider. Von einer längerfristig anhaltenden Ergebnisverschlechterung wurde in den untersuchten Fällen überwiegend nicht ausgegangen. Deutlich wird dies auch bei einer Gegenüberstellung der bereinigten Vergangenheits-Ergebnisse in V2 mit den Plan-Ergebnissen in P3: Für Bewertungen in den Jahren 2003 bis 2007 resultiert hier eine Differenz in Höhe von 77%-Punkten. Bei Bewertungen in den Jahren 2008 und 2009 entspricht diese 61%-Punkte und bei Bewertungen in 2010 errechnet sich eine Differenz in Höhe von 74%-Punkten. Das heißt, dass der verhältnismäßige Anstieg der Ergebnisse von V2 bis P3 (also innerhalb von vier Jahren) ohne Berücksichtigung der temporären Schwankungen in allen Fällen annähernd gleich groß ist.

Betrachtet man jedoch die Entwicklungen in den einzelnen Planjahren, ist der relativ hohe Wert in P1 bei den Bewertungen *nach* der Krise (171%) im Gegensatz zu den Fällen *vor* der Krise (107%) auffällig. Die entsprechenden Mittelwerte dieser (um Ex-

tremwerte[35] reduzierten) Fälle liegen bei 116% (vor der Krise) und 163% (nach der Krise). Das heißt, dass bei Bewertungen in 2010 davon ausgegangen wird, dass sich die zu bewertenden Unternehmen nicht erst im Zeitablauf von der Krise erholen, sondern bereits für das erste Planjahr ein relativ hoher Ergebniszuwachs erwartet wird. Ob die in der vorliegenden Stichprobe resultierende Mittelwertdifferenz (Ergebnisprognose für P1 vor und nach der Krise) durch die vorliegenden Fälle zufallsbedingt ist, wird anhand eines T-Tests[36] geprüft, dessen Ergebnis sich wie folgt darstellt:

Bewertungszeitraum	**vor der Krise**	**nach der Krise**
Stichprobenumfang	24	8
Mittelwert	**116%**	**163%**
Standardabweichung	35%	49%
Freiheitsgrade	30	
T-Wert	2,997	
Signifikanzwert (p)	**0,003**	

Abb. 8: Daten und Ergebnis des T-Tests

Für die in der Tabelle ersichtlichen Daten errechnet sich ein Signifikanzwert (p) von 0,003. Damit liegt ein hoch signifikantes Ergebnis vor; die Irrtumswahrscheinlichkeit liegt unter 1%. Das heißt, dass die vorliegende Mittelwertdifferenz nicht zufällig auf Grund der vorliegenden Stichprobe auftritt, sondern im Allgemeinen davon ausgegangen werden kann, dass bei Bewertungen im Jahr 2010 die geplanten Ergebnisse für P1 (konkret für das Jahr 2011) über den Plan-Ergebnissen für P1 bei Bewertungen vor der Krise liegen.

4.2.4 Entwicklung der geplanten Jahresüberschüsse

In den vorangegangenen Ausführungen wurden die Ergebnisse der Vergangenheit, der Umfang der Bereinigungen und die für die Zukunft geplanten Teil-Ergebnisse (i.d.R. EBIT bzw. EBT) für die 60 analysierten Bewertungsfälle dargestellt. Aufbauend auf diesen Ergebnisprognosen werden in den Bewertungsgutachten die künftigen Jahres-

[35] Zur Extremwertdefinition siehe Kapitel 4.2.2.2.

[36] T-Test (zwei Stichproben, einseitig, gleiche Varianzen) mit der Hypothese H_0: Plan-Ergebnisse für P1 nach der Krise ≤ Plan-Ergebnisse für P1 vor der Krise; (Levene-Test der Varianzgleichheit: Signifikanzwert (p) = 0,155).

überschüsse abgeleitet und letztlich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ermittelt. Die Entwicklung der geplanten Jahresüberschüsse für alle 60 untersuchten Fälle zeigt die folgende Abbildung. Anzumerken ist dazu, dass für diese Darstellung der jeweilige *Ist*-Jahresüberschuss des letzten vergangenen Geschäftsjahres (V1) gleich 100% und die geplanten Jahresüberschüsse jeweils prozentual dazu ins Verhältnis gesetzt wurden. Die Entwicklung der Medianwerte der betrachteten Fälle gestaltet sich damit wie folgt:

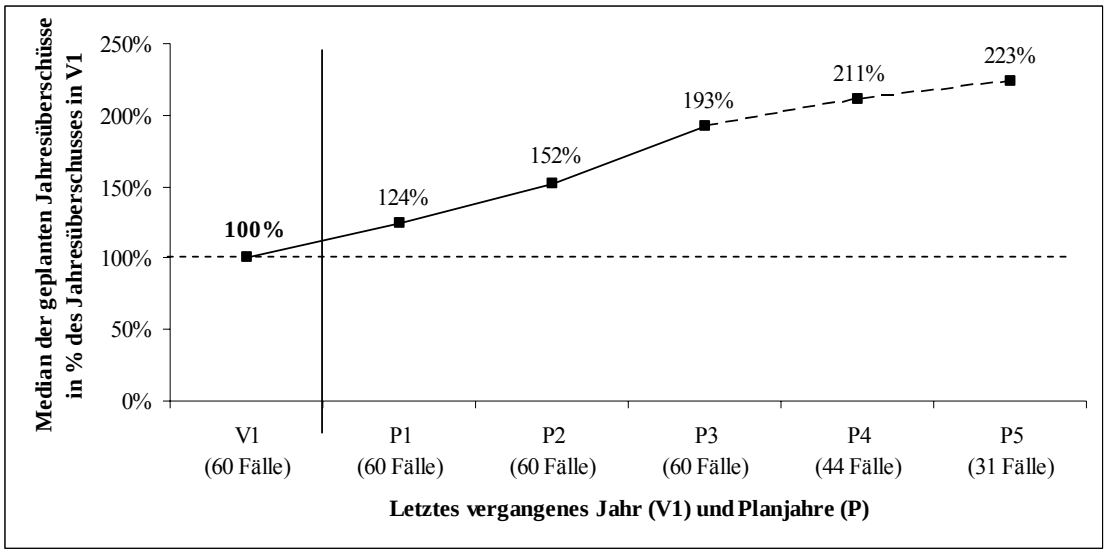


Abb. 9: Entwicklung der geplanten Jahresüberschüsse

Bei der Interpretation des obig dargestellten Verlaufs der geplanten Jahresüberschüsse ist auch hier nochmals darauf hinzuweisen, dass die Entwicklung der Medianwerte für die ersten drei Planjahre für alle 60 untersuchten Bewertungen dargestellt ist und vier Planjahre in nur 44 Fällen sowie fünf Planjahre in lediglich 31 Fällen vorlagen und der Median dieser Werte daher nur eingeschränkt mit diesem der 60 Fälle, in denen drei Planjahre herangezogen wurden, vergleichbar ist.

Die Abbildung verdeutlicht, dass analog den Prognosen der Teil-Ergebnisse (EBIT bzw. EBT)[37] auch unter Berücksichtigung des Finanzergebnisses und der Unternehmenssteuern, und damit für die Prognose der künftigen Jahresüberschüsse, bei Betrachtung des Medians aller Fälle mit einer von Jahr zu Jahr besser werdenden Ertrags-

[37] Siehe Kapitel 4.2.2.1.

lage der bewerteten Unternehmen gerechnet wurde. Eine genaue Untersuchung der einzelnen Fälle hinsichtlich des Auftretens sinkender Planwerte kommt letztlich zu ähnlichen Ergebnissen wie die in Kapitel 4.2.2.2 dargestellten. Mit anderen Worten, auch hier sind nach einer genauen Untersuchung der einzelnen Planungsrechnungen in manchen Fällen für die Planjahre im Vergleich zum Jahresüberschuss V1 niedrigere Werte vorzufinden. Überwiegend wird jedoch von einer positiven Entwicklung der bewerteten Unternehmen ausgegangen.

Auch für die geplanten Jahresüberschüsse wurden, analog der Vorgehensweise in Kapitel 4.2.2.2, die jeweiligen Anstiege in den ersten drei Planjahren den Erwartungswerten[38] gegenübergestellt und die Differenzen auf statistische Signifikanz hin geprüft. Für den um hier vorliegende Extremwerte[39] reduzierten Stichprobenumfang liegen die arithmetischen Mittelwerte bei 165% (P1), 187% (P2) und 251% (P3). Die Ergebnisse der T-Tests[40] lassen sich der folgenden Tabelle entnehmen:

Planjahr	**P1**	**P2**	**P3**
Stichprobenumfang	48	48	48
Mittelwert	**165%**	**187%**	**251%**
Erwartungswert	**109%**	**119%**	**130%**
Standardabweichung	165%	160%	232%
Freiheitsgrade	47	47	47
T-Wert	2,343	2,939	3,627
Signifikanzwert (p)	**0,012**	**0,003**	**0,000**

Abb. 10: Daten und Ergebnisse der T-Tests

Der dargestellten Ergebnisse zeigen, dass die Irrtumswahrscheinlichkeiten unter 5% liegen (für P2 und P3 sogar unter 1%) und somit signifikante bzw. hochsignifikante (P2 und P3) Ergebnisse vorliegen. Damit ist nachgewiesen, dass allgemein die durchschnittlich geplanten Jahresüberschüsse für die ersten drei Jahre höher liegen als die angesetzten Erwartungswerte, die sich aus einer jährlichen Erhöhung um 9% ergeben.

---

[38] Als erwarteter Anstieg wird analog Kapitel 4.2.2.2 ein jährlicher Zuwachs der Jahresüberschüsse in Höhe von 9% angesetzt; dabei wird unterstellt, dass die Jahresüberschüsse in gleichem Verhältnis wie die EBIT/EBT ansteigen.

[39] Zur Extremwertdefinition siehe Kapitel 4.2.2.2.

[40] T-Tests (eine Stichprobe, einseitig) mit den Hypothesen H_0: Plan-Ergebnisse $\leq$ Erwartungswerte.

4.3 Vergleich der geplanten Jahresüberschüsse mit tatsächlichen Ergebnissen und Analystenprognosen

4.3.1 Vorbemerkung

Neben den bislang dargestellten Ergebnissen wurde im Rahmen der empirischen Analyse zum einen auch der Frage nachgegangen, wie groß die Abweichungen zwischen dem vom Gutachter geplanten und einem als Referenzmaßstab herangezogenen Jahresüberschuss sind. Beim Referenzmaßstab sind verschiedene Alternativen denkbar. Die erste stellt den tatsächlichen, im Nachhinein erzielten, Jahresüberschuss dar. Einen zweiten Maßstab bilden die Prognosen unabhängiger Finanzanalysten. In jedem Fall ist zu analysieren in welchem Ausmaß Prognose und Referenzmaßstab voneinander abweichen.

Die Ergebnisse der einzelnen Untersuchungen werden in den folgenden Ausführungen dargestellt. Eine zusammenfassende Darstellung erfolgt in Kapitel 4.3.5.

4.3.2 Plan-Ergebnisse vs. Ist-Ergebnisse

Ein Vergleich der von Bewertern festgelegten Planwerte mit den tatsächlichen Jahresüberschüssen sieht sich gewissen Problemen gegenüber und konnte auch nicht in allen der Untersuchung zu Grunde liegenden Fällen vorgenommen werden. Dies ist darin begründet, dass zum einen bei Bewertungen aus der jüngeren Vergangenheit die tatsächlichen Ergebnisse noch gar nicht vorliegen. Zum anderen erfolgten in einigen Fällen im Anschluss an die der Bewertung zu Grunde liegende Strukturmaßnahme weitere Maßnahmen, die einen Vergleich der im Nachhinein erzielten Ergebnisse erschweren oder gar unmöglich machen, wie beispielsweise bei einer anschließenden Verschmelzung des bewerteten Unternehmens mit einer anderen Gesellschaft.

Die Gegenüberstellung der Plan- und Ist-Ergebnisse konnte schließlich in 38 Fällen für das erste Planjahr erfolgen. In 26 Fällen können auch für das zweite Planjahr vergleichbare Ist-Ergebnisse für diese Analyse herangezogen werden. Ein Vergleich der für die folgenden Planjahre eingetretenen tatsächlichen Ergebnissituation mit den in

den Bewertungsgutachten prognostizierten Werten ist allenfalls sehr vereinzelt möglich und bleibt daher unberücksichtigt.

Für die Analyse wurde analog der in Kapitel 4.2.4 geschilderten Vorgehensweise der Ist-Jahresüberschuss aus V1 gleich 100% gesetzt und die weiteren Plan- sowie Ist-Ergebnisse im prozentualen Verhältnis dazu ermittelt.

Die Gegenüberstellung der jeweiligen Medianwerte der Plan-Ergebnisse mit den tatsächlich erzielten Ist-Ergebnissen führt zu der Feststellung, dass die Prognosen der Bewerter mehrheitlich höhere Werte aufweisen als die anschließend tatsächlich erzielten Jahresüberschüsse. Der Median der Plan-Ergebnisse liegt hier bei 123%, der Median der eingetretenen Ist-Ergebnisse bei 107%. Die Abweichung der beiden Werte nimmt im zweiten Planjahr ein größeres Ausmaß an: Hier weist der Median der Plan-Ergebnisse einen Wert in Höhe von 126% auf, während der Median der Ist-Ergebnisse bei nur 78% liegt.[41]

Ein nahe liegender Grund für die größere Abweichung zwischen den erwähnten Medianwerten im zweiten Planjahr ist darin zu vermuten, dass zum Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung bereits die bis dahin unterjährig erzielten Erträge bzw. angefallene Aufwendungen aus den Buchhaltungsunterlagen vorliegen und vom Bewerter lediglich eine Hochrechnung bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres, also des ersten Planjahres, vorgenommen werden muss. Die Planung der Ergebnisse für die folgenden Geschäftsjahre gestaltet sich dagegen schwieriger und ist mit zunehmender Unsicherheit behaftet.

Die Häufigkeitsverteilungen der einzelnen Werte gestalten sich wie folgt:

[41] Zur grafischen Gegenüberstellung der Mediane siehe Abbildung 17 in Kapitel 4.3.5 (Grafik links).

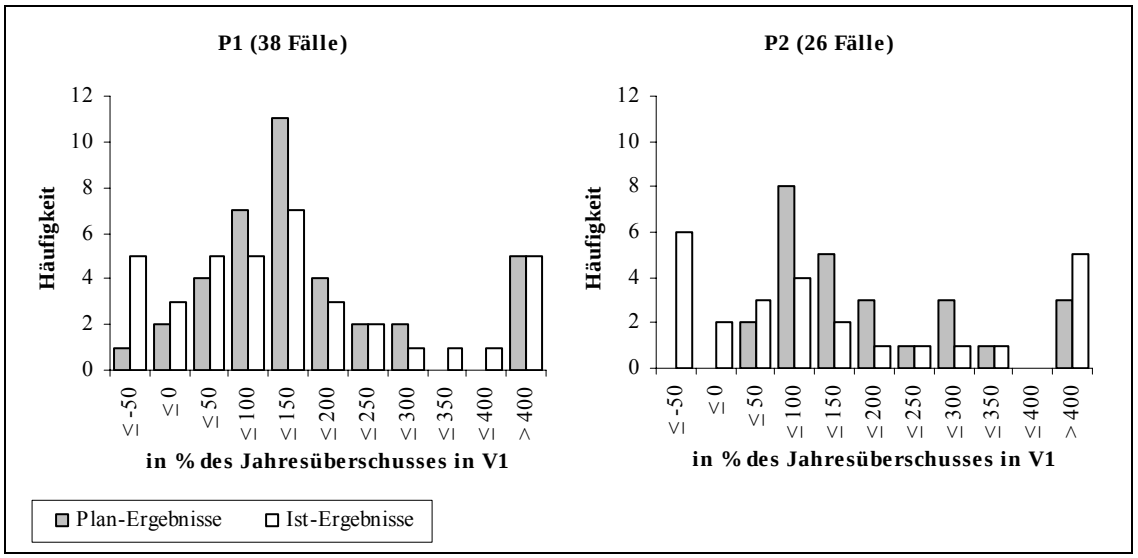


Abb. 11: Häufigkeitsverteilung der Plan- und Ist-Ergebnisse für die ersten beiden Planjahre[42]

Weiterhin wurde im Rahmen der Untersuchung der Frage nachgegangen, inwieweit die von den Bewertern durchgeführte Analyse der Planungstreue[43] der Unternehmen in der Vergangenheit zu einer höheren Planungsgüte der Gutachter führt. Von den insgesamt 38 Fällen, in denen der oben dargestellte Plan-Ist-Vergleich für P1 möglich war, ist in 19 Fällen (50%) den Gutachten zu entnehmen, dass die Analyse der Planungstreue durchgeführt worden ist; bei den 26 Fällen, in denen der Plan-Ist-Vergleich für P2 durchgeführt wurde, ist die Analyse der Planungstreue in 11 Fällen (42,31%) vorgenommen worden.

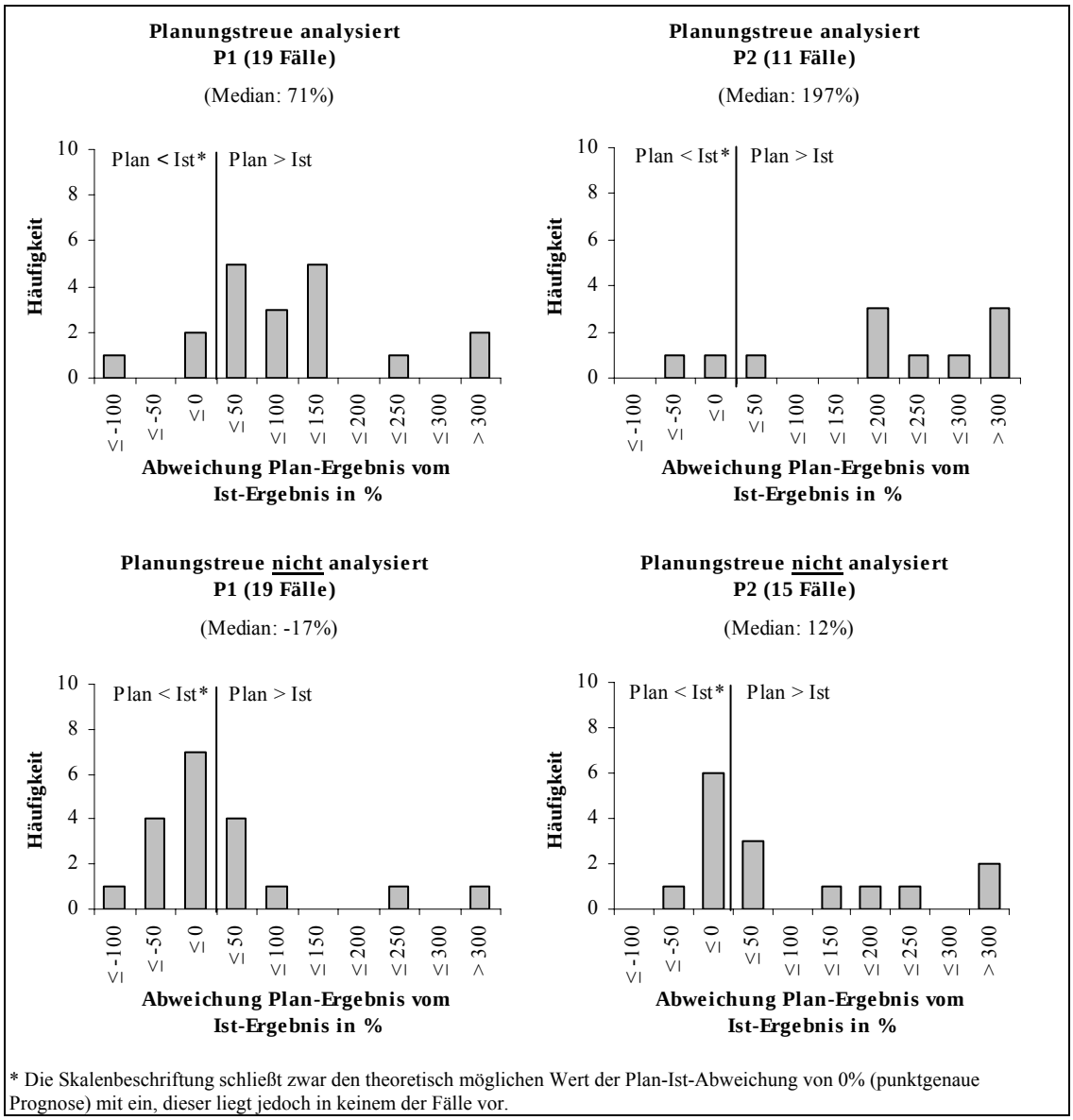
Um beurteilen zu können, ob die Untersuchung der Planungstreue eine bessere Planungsgüte der Gutachter zur Folge hat, wurden zunächst für alle betrachteten Fälle (38 bzw. 26) die Abweichungen der Plan-Ergebnisse von den tatsächlich erzielten Ergebnissen ermittelt und anschließend untersucht, ob diese bei durchgeführter Planungstreue-Analyse geringer sind.

---

[42] Für die Darstellung der Häufigkeitsverteilungen wurden die einzelnen Werte Klassen zugeordnet, deren Breite jeweils 50%-Punkte beträgt. Die Werte der x-Achse in den Grafiken stellen jeweils die Obergrenze der Klasse dar; dies gilt einheitlich für alle Darstellungen von Häufigkeitsverteilungen in dem vorliegenden Beitrag.

[43] Siehe dazu die Ausführungen in Kapitel 2.2 und 4.1.

Im Ergebnis konnte festgestellt werden, dass bei einem Vergleich der Medianwerte die Abweichungen bei den Fällen, in denen die Planungstreue untersucht wurde, größer sind als in den Fällen, in denen diese Analyse *nicht* durchgeführt wurde. Dieses Ergebnis widerspricht den üblichen Erwartungen. Auffällig ist zudem, dass bei den erst genannten Fällen mehrheitlich eine Überschätzung (Plan > Ist) vorliegt, in den anderen Fällen häufig eine Unterschätzung (Plan < Ist). Die folgenden grafischen Darstellungen verdeutlichen die Ergebnisse:



* Die Skalenbeschriftung schließt zwar den theoretisch möglichen Wert der Plan-Ist-Abweichung von 0% (punktgenaue Prognose) mit ein, dieser liegt jedoch in keinem der Fälle vor.

Abb. 12: Häufigkeitsverteilungen der Abweichungen zwischen Plan- und Ist-Ergebnissen in Abhängigkeit (nicht) durchgeführter Planungstreue-Analyse

Ein Vergleich der Durchschnittswerte erfordert auch hier eine Reduzierung des jeweiligen Stichprobenumfangs, um eine durch Extremwerte[44] verzerrte Darstellung zu vermeiden. Anschließend lässt sich mit Hilfe von T-Tests[45] untersuchen, ob die errechneten Mittelwertdifferenzen auf Grund der vorliegenden Stichprobe durch Zufall entstanden sind. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Planungstreue	**analysiert**	**nicht analysiert**
Planjahr P1		
Stichprobenumfang	15	15
Mittelwert	**76%**	**-15%**
Standardabweichung	62%	42%
Freiheitsgrade	28	
T-Wert	4,657	
Signifikanzwert (p)	**0,000**	
Planjahr P2		
Stichprobenumfang	9	11
Mittelwert	**239%**	**46%**
Standardabweichung	212%	95%
Freiheitsgrade	18	
T-Wert	2,709	
Signifikanzwert (p)	**0,007**	

Abb. 13: Daten und Ergebnisse der T-Tests

Aus der Tabelle ist ersichtlich, dass für beide Planjahre (P1 und P2) hoch signifikante Ergebnisse vorliegen; die Irrtumswahrscheinlichkeiten sind geringer als 1%. Die Plan-Ist-Abweichungen sind demnach bei Bewertungen, in denen die Planungstreue *nicht* analysiert wird, geringer als bei Bewertungen, in denen eine Planungstreue-Analyse durchgeführt wird.

Ein möglicher Grund hierfür könnte darin liegen, dass bei einer relativ guten Planungstreue der zu bewertenden Unternehmen in der Vergangenheit die unternehmensintern erstellte Planungsrechnung für die Zukunft vom Gutachter weniger kritisch beleuchtet wird und somit überhöhte Planwerte in die Bewertung einfließen.

---

[44] Zur Extremwertdefinition siehe Kapitel 4.2.2.2.

[45] T-Tests (zwei Stichproben, einseitig, gleiche Varianzen) mit den Hypothesen H_0: Plan-Ist-Abweichung (Planungstreue analysiert) ≤ Plan-Ist-Abweichung (Planungstreue nicht analysiert); (Levene-Tests der Varianzgleichheit: P1 Signifikanzwert (p) = 0,114; P2 Signifikanzwert (p) = 0,068).

4.3.3 Plan-Ergebnisse vs. Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten

Zur Beantwortung der Frage, inwieweit Prognosen für künftige Jahresüberschüsse der bewerteten Unternehmen, die von unabhängigen Finanzanalysten ermittelt werden, von den Prognosen der Bewerter abweichen, wurde zunächst auf die Schätzungen zurückgegriffen, die für die bewerteten Unternehmen der Datenbank *Infinancials*[46] zu entnehmen waren.

Auch hier wurde ein Vergleich nur für die ersten beiden Planjahre vorgenommen. Grund dafür ist, dass Schätzungen der zukünftigen Jahresergebnisse, die in der gleichen Zeit wie die Gutachtenerstellung abgegeben wurden, in den meisten Fällen nur für das laufende – und in machen Fällen noch für das darauf folgende Geschäftsjahr – abrufbar waren. Weiter in die Zukunft reichende Prognosen sind nur sehr vereinzelt vorhanden gewesen und werden daher bei der Auswertung der Daten nicht berücksichtigt.

Prognosen für das erste Planjahr konnten für 28 der insgesamt 60 Unternehmen abgerufen werden; für das zweite Planjahr für 23 Unternehmen. Die geschätzten Unternehmensergebnisse wurden ebenso wie die Plan-Werte der Bewerter prozentual ins Verhältnis des Ist-Ergebnisses in V1 gesetzt und der Median der verschiedenen Ausprägungen ermittelt.

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass der Median der Plan-Ergebnisse aus den Bewertungsgutachten für das erste Planjahr einen Wert in Höhe von 123% repräsentiert. Der Median der von Finanzanalysten prognostizierten Jahresüberschüsse liegt bei 170%. Auch für das zweite Planjahr ist die Abweichung in ähnlichem Ausmaß festzustellen. Hier stellt der Median der Plan-Ergebnisse aus den Gutachten den Wert von 180% dar. Unabhängige Prognosen der Finanzanalysten liegen hier bei 228%.[47]

---

[46] Infinancials (www.infinancials.com) stellt Daten zu weltweit börsengelisteten Unternehmen zur Verfügung, die insbesondere für die Unternehmensanalyse und -bewertung herangezogen werden können. Neben Jahresabschlussdaten werden unter anderem Prognosen hinsichtlich zukünftiger Unternehmensergebnisse zur Verfügung gestellt. Datenlieferanten hierfür sind die Finanzdienstleister Thomson Reuters und Factset.

[47] Siehe Abbildung 17 in Kapitel 4.3.5 (Grafik mitte).

Damit bleibt festzuhalten, dass die Prognosen unabhängiger Finanzanalysten jeweils deutlich über den von den Gutachtern geschätzten Ergebnissen liegen. Die Verteilung der einzelnen Werte zeigt die Abbildung 14:

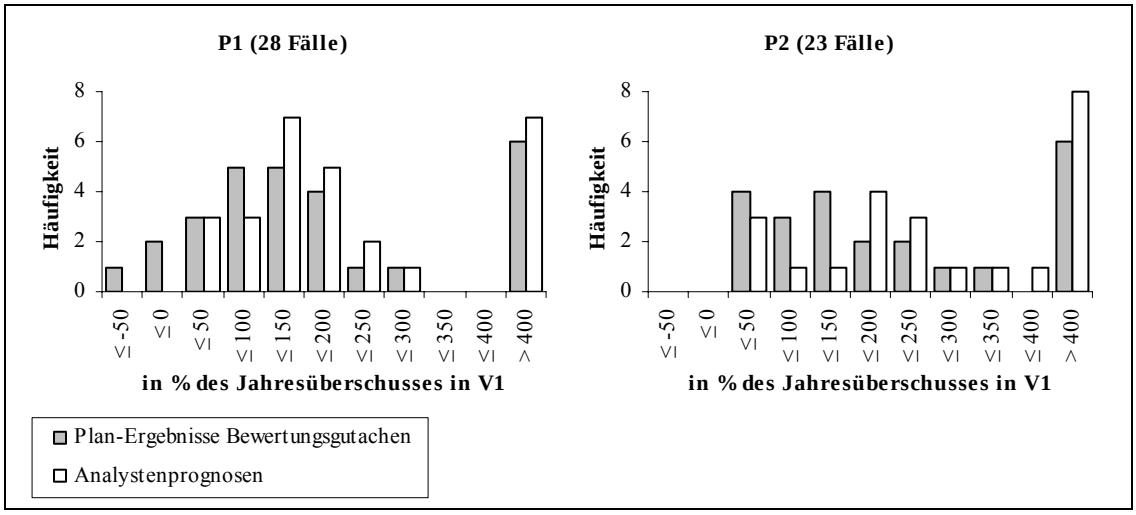


Abb. 14: Häufigkeitsverteilung der Plan-Ergebnisse und Analystenprognosen für die ersten beiden Planjahre

Ein Vergleich der Plan-Ergebnisse aus den Bewertungsgutachten sowohl mit den später tatsächlich erzielten Jahresüberschüssen als auch mit den Prognosen unabhängiger Finanzanalysten war für das erste Planjahr in insgesamt 18 der 60 Fälle möglich.[48] Bei Betrachtung der jeweiligen Medianwerte zeigt sich hier im Ergebnis, dass im Rahmen der Unternehmensbewertung von den Gutachtern treffsicherere Prognosen abgegeben werden als von unabhängigen Finanzanalysten. Während die Plan-Ergebnisse der Bewerter von den tatsächlich erzielten Jahresüberschüssen in Höhe von 21%-Punkten abweichen, liegt die Abweichung der Analystenprognosen bei 54%-Punkten. Der Grund für die genauere Prognose der Jahresüberschüsse in den Bewertungsgutachten liegt sehr wahrscheinlich in dem bereits angeführten Vorteil der Bewerter, durch einen Einblick in die unterjährig bereits erzielten Ergebnisse einen Informationsvorsprung zu haben, der zur Reduzierung der Prognoseunsicherheit beiträgt. Die Verteilung der einzelnen Werte zeigt abschließend die folgende Grafik:

[48] Für das zweite Planjahr ist diese Gegenüberstellung in nur sehr wenigen Fällen möglich. Ein repräsentatives Ergebnis kann deshalb hierfür nicht ermittelt werden.

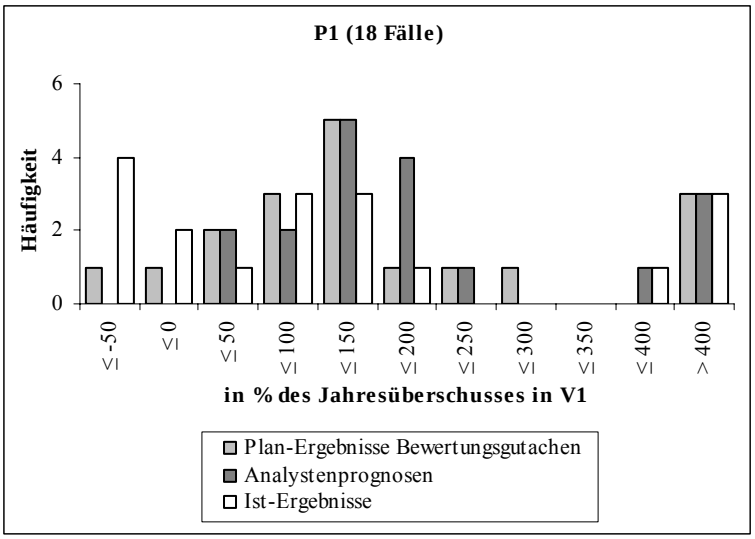


Abb. 15: Häufigkeitsverteilung der Plan-Ergebnisse, Analystenprognosen und Ist-Ergebnisse für das erste Planjahr

4.3.4 Plan-Ergebnisse vs. Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten für Peer Group-Unternehmen

In den verbleibenden 12 Fällen, in denen weder ein Vergleich der Plan-Ergebnisse mit den tatsächlich eingetretenen Unternehmensergebnissen noch mit Analystenprognosen für die betreffenden Unternehmen vorgenommen werden konnte, wurde ein Vergleich der Plan-Ergebnisse des Bewerters mit den von Finanzanalysten ermittelten durchschnittlichen Ergebnisprognosen für eine Gruppe von jeweils fünf vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) vorgenommen.

Für die Ermittlung der Peer Group-Unternehmen wurde auf die von den Bewertern in den Gutachten ausgewählten Unternehmen zurückgegriffen, die entweder für die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors herangezogen bzw. die für die Ermittlung des Unternehmenswertes nach der Multiplikatormethode[49] in den Bewertungsgutachten ausgewählt wurden. Sofern dies nicht möglich war oder für diese Peer Group-Unternehmen keine Analystenprognosen für die künftigen Jahresüberschüsse abrufbar waren, wurden durch eigene Recherchen vergleichbare Unternehmen identifiziert, die

[49] Die Multiplikatormethode wird bei Bewertungen, die auf Grund aktien- bzw. umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen erstellt werden, häufig für Plausibilisierungszwecke herangezogen.

auf Grund der Branchenzugehörigkeit und Unternehmensgröße annähernd mit den bewerteten Unternehmen vergleichbar sind.

Für jede Peer Group wurde aus den jeweiligen Analystenschätzungen der künftigen Unternehmensergebnisse das arithmetische Mittel errechnet und dieser Durchschnittswert mit den Prognosen des Bewerters für die künftigen Jahresüberschüsse der bewerteten Unternehmen verglichen.

Betrachtet man auch hier jeweils die Gegenüberstellung der Medianwerte für die ersten beiden Planjahre, ist festzustellen, dass die Ergebnisprognosen für Peer Group-Unternehmen ebenfalls deutlich über den Ergebnisprognosen aus den Bewertungsgutachten liegen: Der Median der Plan-Ergebnisse aus den Bewertungsgutachten für das erste Planjahr liegt in diesen Fällen bei 142%. Der Median der Ergebnisprognosen für Peer Group-Unternehmen bei 193%. Für das zweite Planjahr stellt der Median der Plan-Ergebnisse aus den Gutachten den Wert von 213% dar. Die Prognosen für die Peer Group-Unternehmen liegen hier bei einem Medianwert von 250%.[50]

Die Zuordnung der einzelnen Werte in Klassen mit einer Breite von 50%-Punkten und die daraus resultierenden Verteilungen sind in den folgenden beiden Schaubildern dargestellt:

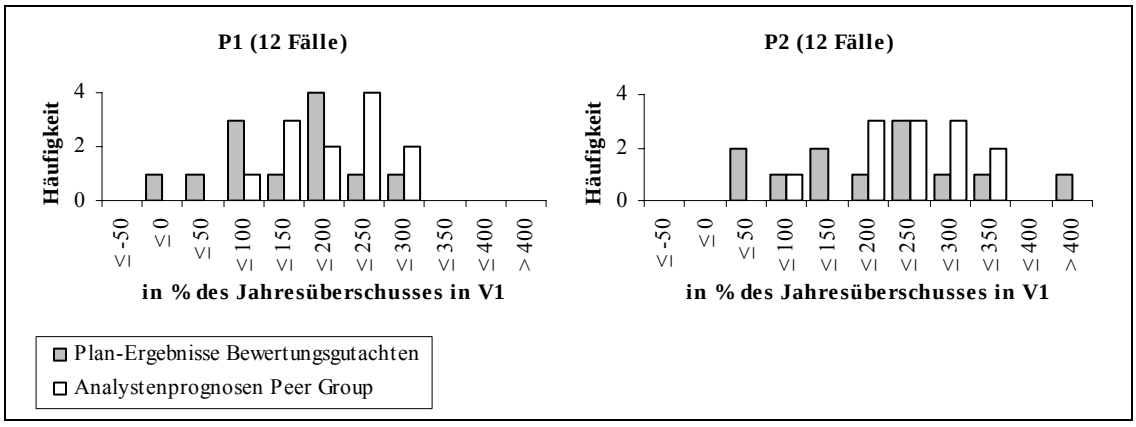


Abb. 16: Häufigkeitsverteilung der Plan-Ergebnisse und Analystenprognosen für Peer Group-Unternehmen für die ersten beiden Planjahre

[50] Siehe Abbildung 17 in Kapitel 4.3.5 (Grafik rechts).

4.3.5 Zusammenfassende Darstellung und Beurteilung der Ergebnisse

Die in den vorangegangenen Kapiteln angeführten Medianwerte der jeweiligen Gegenüberstellungen (Plan-Ergebnisse vs. Ist-Ergebnisse, Plan-Ergebnisse vs. Analystenprognosen und Plan-Ergebnisse vs. Analystenprognosen für Peer Group-Unternehmen) sind in den folgenden Grafiken zusammenfassend gegenübergestellt:

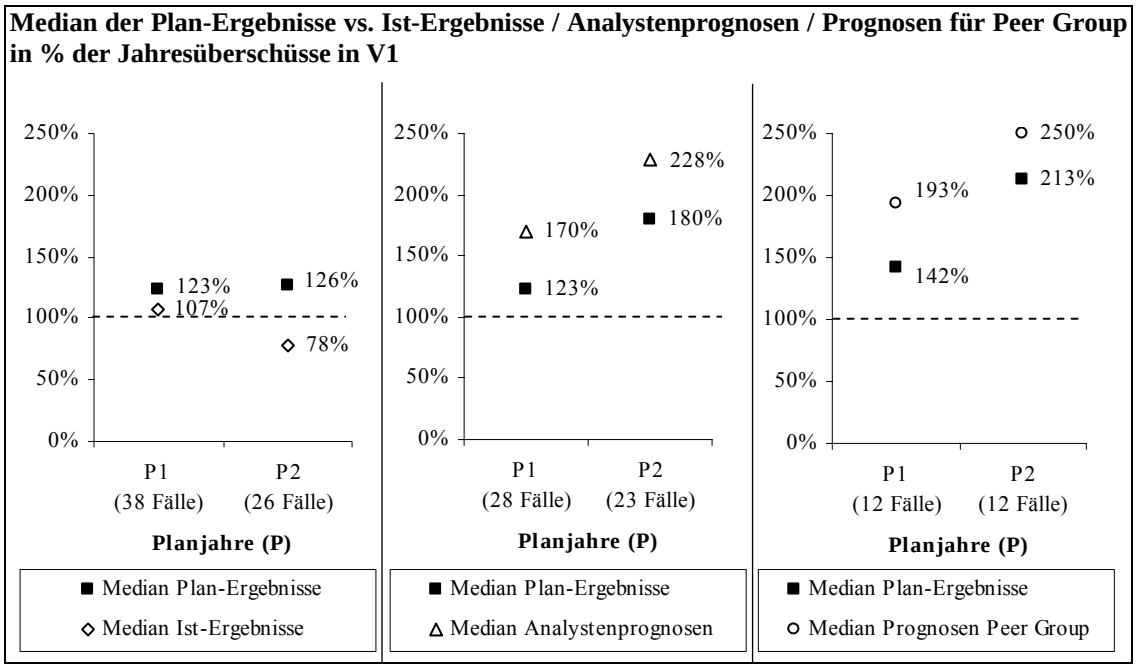


Abb. 17: Vergleich der geplanten Jahresüberschüsse mit tatsächlichen Ergebnissen und Analystenprognosen

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass die Prognosen der Bewerter nicht genau mit den im Nachhinein erzielten Unternehmensergebnissen übereinstimmen, was jedoch auf Grund der naturgemäß vorhandenen Prognoseunsicherheit auch nicht zu erwarten war.

Festzuhalten bleibt jedoch, dass von den Bewertern eine eher zu positive Einschätzung hinsichtlich der künftigen Ertragslage abgegeben wird. Die teilweise geäußerte Befürchtung, Wirtschaftsprüfer würden (trotz formaler Unabhängigkeit) im Interesse ihrer Auftrag gebenden Unternehmen handeln und zu Lasten von Minderheitsaktionären

zu geringe Werte ermitteln,[51] kann jedenfalls für die hier untersuchten Planungsrechnungen nicht bestätigt werden.

Die Abweichung der Prognosewerte von den tatsächlichen Ergebnissen konnte zwar nur für die ersten beiden Planjahre ermittelt werden. Dennoch ist ersichtlich, dass schon für das zweite Planjahr die Prognoseungenauigkeit zunimmt. Für weiter in die Zukunft gehende Planjahre liegt die Vermutung nahe, dass die Prognosegenauigkeit immer weiter abnimmt.[52] Unter diesen Umständen kann sicherlich die Frage aufgeworfen werden, ob das Ertragswertverfahren zur Bestimmung angemessener Kompensationsleistungen bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen geeignet ist.[53] Da jedoch vergangenheitsorientierte Bewertungsverfahren und vergleichende Methoden, wie das Multiplikatorverfahren, für diese Bewertungszwecke überwiegend als nicht maßgebend eingestuft werden, bleibt die Anwendung des Ertragswertverfahrens zur Zeit alternativlos.[54]

Auch ein Rückgriff auf Prognosen unabhängiger Finanzanalysten ist auf Grund der Ergebnisse der Untersuchung nicht zu empfehlen. Sie können lediglich Anhaltspunkte bei der Prognose der künftigen Ertragslage liefern. Insgesamt sind ihre Schätzungen weniger treffsicher als die der Bewertungsgutachter. Im Unterschied zu letzteren überschätzen sie auch tendenziell den künftigen Erfolg. Ein möglicher Grund könnte in der Tatsache liegen, dass Finanzanalysten zwar vom analysierten Unternehmen unabhängig sind, aber dennoch Einflüssen ihres Arbeitgebers – oft eine Bank – unterliegen können.[55]

---

[51] Vgl. bspw. Manager Magazin: Angriff auf die Aktionäre, http://www.manager-magazin.de/finanzen/geldanlage/0,2828,262250,00.html.

[52] Vgl. dazu auch Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 103; Peemöller, V. H./ Kunowski, S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S. 299; Barthel, C. W.: DStR 2010, S. 1199.

[53] Für einen Überblick über die Rechtsprechung, insbesondere zur Phasenmethode, vgl. Barthel, C. W.: CFbiz 2010, S. 450-452.

[54] Vgl. dazu auch Jonas, M.: FB 2009, S. 541, 546.

[55] Zu Interessenkonflikten und verzerrten Gewinnprognosen von Finanzanalysten vgl. Stanzel, M.: Aktienresearch, S. 423-425, 457-464; Lamprecht, S.: Analystenresearch, S. 110-117, 136-153.

5. Zusammenfassung

Die in den vorangegangenen Ausführungen dargestellten Ergebnisse der Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Analyse der prognostizierten Planwerte zeigt, dass für die bewerteten Unternehmen überwiegend von einer positiven Zukunftsentwicklung ausgegangen wird. Die Wachstumsraten für die Zukunft liegen *über* den durchschnittlichen Wachstumsraten in der Vergangenheit. Während der Anstieg geplanter EBIT bzw. EBT im ersten Planjahr noch relativ gering ist und hinsichtlich des Erwartungswertes, der sich aus den Entwicklungen der Vergangenheit ableiten lässt, noch kein signifikantes Ergebnis vorliegt, ergeben sich für das zweite und dritte Planjahr sehr hohe Wachstumsraten (signifikant). Die geplanten Jahresüberschüsse sind in allen drei Planjahren deutlich über dem Erwartungswert (signifikant). Das zeigt, dass seitens der Gutachter ein gewisser „Überoptimismus“ bei der Prognose der künftigen Ergebnissituation vorliegt.

- Sofern zunächst ein Ergebnisrückgang für das erste Planjahr prognostiziert wird, ist trotzdem die Planung für die folgenden Jahre von Optimismus geprägt, so dass ein anschließender Ergebniszuwachs angesetzt wird und damit so genannte Hockey-Stick-Kurven resultieren.

- Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat nur eine temporäre Wirkung. Bei Bewertungen *in* der Krise (2008 und 2009) wird zwar ein Ergebnisrückgang für das erste Planjahr erwartet; für das zweite Planjahr jedoch schon wieder ein Anstieg prognostiziert. Bei Bewertungen *nach* der Krise (2010) spiegelt sich diese in dem großen Ausmaß an Ergebnisbereinigungen im letzten vergangenen Jahr (2009) wider. Für die Zukunft werden sehr hohe Wachstumsraten erwartet, so dass im Ergebnis sehr stark ausgeprägte Hockey-Stick-Kurven vorliegen.

- Von den Gutachtern werden die künftigen Ergebnisse häufig überschätzt. Die sehr optimistisch – mit anderen Worten, nicht sehr vorsichtig bzw. wenig konservativ – geplanten, künftigen Ergebnisse liegen über den späteren Ist-Werten. Die Abweichung nimmt für das zweite Planjahr ein stärkeres Ausmaß an als im ersten Planjahr. Der mitunter geäußerte Verdacht der Parteilichkeit und der damit einherge-

hende Vorwurf, in der Bewertung zu niedrige Planwerte anzusetzen, kann somit nicht bestätigt werden.

- Eine Analyse der Planungstreue der bewerteten Unternehmen in der Vergangenheit ist relevant für die Prognosegüte der Bewerter. Allerdings kann entgegen aller Erwartungen festgehalten werden, dass eine höhere Planungsgüte der Bewerter gerade dann vorliegt, wenn die Planungstreue des Unternehmens *nicht* untersucht wird (signifikant).
- Ergebnisprognosen unabhängiger Finanzanalysten liegen deutlich höher als die Plandaten der Gutachter (sowohl für die konkret zu bewertenden Unternehmen als auch bei Betrachtung von Peer Groups) und auch höher als die späteren Ist-Ergebnisse. Damit bleibt festzuhalten, dass die Bewertungsgutachter zwar zu hohe Ergebnisse für die zu bewertenden Unternehmen prognostizieren, aber dennoch eine höhere Planungsgüte aufweisen als unabhängige Finanzanalysten.

Literaturverzeichnis

Verzeichnis der verwendeten Bücher und Zeitschriftenbeiträge:

Ballwieser, W. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 3. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2011

Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung, in: CFbiz 2010, S. 449-456

Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Prognosen, Phasen und Probleme, in: DStR 2010, S. 1198-1203

Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Konsequenzen aus der Subprime-Krise, in: DB 2009, S. 1025-1032

Born, K. (Unternehmensanalyse): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2003

Frühling, V.: Unternehmensbewertung und ewige Rente, in: FB 2009, S. 200-203

Großfeld, B. (Unternehmensbewertung): Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, RWS Verlag / Köln 2009

Hail, L.: Zukunftsprognose, in: ST 2002, S. 199-208

Hayn, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne 2009

Henselmann, K.: Häufige Fehler in Unternehmensbewertungen, in: BewP 2/2006, S. 2-7

Henselmann, K.: Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine „Kleinigkeit“?, in: FB 2000, S. 151-157

Henselmann, K./ Barth, T. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung in Deutschland – Empirie zur Bewertungspraxis, Verlag Books on Demand / Norderstedt 2009

Henselmann, K./ Kniest, W. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne 2010

IDW S 1 i.d.F. 2008: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: FN-IDW 2008, S. 271-292

IDW S 1 i.d.F. 2005: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: FN-IDW 2005, S. 690-738

IDW S 1 i.d.F. 2000: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: WPg 2000, S. 825-842

IDW (WP Handbuch II): WP Handbuch 2008 – Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung, Band II, 13. Auflage, IDW-Verlag / Düsseldorf 2007

Jonas, M.: Unternehmensbewertung in der Krise, in: FB 2009, S. 541-546

Knoll, L.: Planungsrechnung zwischen Risikoberücksichtigung und Zweckadäquanz, in: DStR 2010, S. 615-617

Kuhner, C.: Prognosen in der Betriebswirtschaftslehre, in: AG 2006, S. 713-720

Kruschwitz, L./ Löffler, A.: Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: DB 1998, S. 1041-1043

Lamprecht, S. (Analystenresearch): Externe Finanzierung, Aktienperformance und Analystenresearch – Eine Untersuchung der Aktienkursentwicklung und Analystenprognosen bei Finanzierungstransaktionen, Cuvillier Verlag / Göttingen 2007

Lobe, S.: Lebensdauer von Firmen und ewige Rente: Ein Widerspruch?, in: CFbiz 2010, S. 179-182

Mandl, G./ Rabel, K. (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung, Wirtschaftsverlag Carl Ueberreuter / Wien / Frankfurt 1997

Meitner, M., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne 2009

Moxter, A. (Unternehmensbewertung): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Gabler Verlag / Wiesbaden 1983

Neis, J.: Planungsplausibilisierung im Rahmen gerichtlicher Auseinandersetzungen, in: BewP 3/2009, S. 2-6

Peemöller, V. H./ Kunowski, S., in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne 2009

Piltz, D. J. (Unternehmensbewertung): Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Auflage, IDW-Verlag / Düsseldorf 1994

Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung): Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag / Stuttgart 2007

Stanzel, M. (Aktienresearch): Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Untersuchung der Gewinnprognosen und Aktienempfehlungen am deutschen Kapitalmarkt, Deutscher Universitäts-Verlag / Wiesbaden 2007

Wollny, C. (Unternehmenswert): Der objektivierte Unternehmenswert - Unternehmensbewertungen bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, 2. Auflage, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe / Herne 2010

Verzeichnis der verwendeten Internetquellen:

Manager Magazin (Angriff auf die Aktionäre): Http://www.manager-magazin.de/finanzen/geldanlage/0,2828,262250,00.html (abgerufen am 20.06.2011)

Onvista (DAX-Performance): Http://www.onvista.de/index/snapshot.html?ID_NOTATION=20735&MONTHS=120#chart (abgerufen am 02.06.2011)

Verzeichnis der verwendeten Gesetze:

Aktiengesetz (AktG) vom 06.09.1965, BGBl. I S. 1089, zuletzt geändert durch Gesetz vom 09.12.2010, BGBl. I S. 1900

Verzeichnis der verwendeten Gerichtsentscheidungen:

BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289

BGH: Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09, BGHZ 156, 229

BGH: Beschluss vom 21.07.2003, II ZB 17/01, BGHZ 156, 57

BGH: Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108

OLG Düsseldorf: Beschluss vom 10.06.2009, 26 W 1/07, AG 2009, 907-912

OLG München: Beschluss vom 14.07.2009, 31 Wx 121/06, OLGR München 2009, 897

OLG Stuttgart: Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, GWR 2011, 61

OLG Stuttgart: Beschluss vom 14.10.2010, 20 W 16/06, AG 2011, 49-56

OLG Stuttgart: Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, AG 2010, 510-513

OLG Stuttgart: Beschluss vom 22.09.2009, 20 W 20/06, AG 2010, 42-47

OLG Stuttgart: Beschluss vom 01.10.2003, 4 W 34/93, OLGR Stuttgart 2004, 6

Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2011-4

Claudia Schrenker

Planungsrechnung und Planungsgüte in der Unternehmensbewertung auf Grund aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen - Eine empirische Analyse

Zur Ermittlung der Kompensationsleistung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Squeeze-out) ist der Unternehmens- bzw. Anteilswert zu ermitteln. Hierfür wird nahezu ausschließlich das Ertragswertverfahren angewandt. Als problematisch gilt hierbei unter anderem die Prognoseunsicherheit bei der Bestimmung der künftigen Ertragslage der zu bewertenden Unternehmen. Das Arbeitspapier befasst sich mit der Analyse von Planungsrechnungen in Bewertungsgutachten. Zudem ist die Analyse der Planungsgüte dargestellt, die durch einen Vergleich der Plan-Ergebnisse mit den Ist-Ergebnissen und mit Prognosen unabhängiger Finanzanalysten erfolgt.

Planning and planning quality in business valuation within structural measures according to German corporation law - An empirical analysis
For determining the compensation within structural measures according to German stock corporation law (e.g. Squeeze-out minority stockholders) it is necessary to calculate the enterprise value, respectively the share value. For this purpose the income approach is applied almost exclusively. Using this method, a crucial problem is the uncertainty in planning the future development of earnings. The paper analyzes expert reports on business valuation, in particular the planning of earnings. Furthermore the analysis includes the planning quality by comparing planned earnings with actual results and with forecasts of financial analysts.

Impressum
Nürnberg 2011
Herausgeber, Redaktion und Druck:
Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen
Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg
Lange Gasse 20
90403 Nürnberg
Tel +49 911 5302 - 437
Fax +49 911 5302 - 401
www.pw.wiso.uni-erlangen.de

Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen

ISSN 1867-7932