



MARKTVERHALTEN 1/7/2015

## Underpromise and Overdeliver

### Managementprognosen sind häufig zu pessimistisch – Wen wundert's?

von KAI LEHMANN

- Managementprognosen sind eine essenzielle Informationsquelle beim Kapitalallokationsprozess von Investoren. Der ihnen zugeschriebene hohe Informationsgehalt und die damit einhergehende Entscheidungsnützlichkeit sollten zu einer Verbesserung der Kapitalmarkteffizienz beitragen. Allerdings beeinträchtigen verschiedenartige Anreize eine unverzerrte Weitergabe von prospektiven Informationen des Managements an den Kapitalmarkt. Das Resultat sind konservative Vorhersagen.
- Die Auswertung von 5.571 Einzelprognosen zur erwarteten Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Untersuchungszeitraum zeigt, dass das Management im Durchschnitt konservative Einschätzungen abgibt. So ist die Mehrzahl (60,5 %) der betrachteten Umsatz- und Ergebnisprognosen der 110 untersuchten deutschen HDAX-Unternehmen im Untersuchungszeitraum 2005 bis 2014 zu pessimistisch.

#### Motivation und Zusammenfassung

Managementprognosen sind eine zentrale Informationsquelle für aktuelle und potenzielle Investoren bei der Kapitalallokation. Da ein rationaler Investor die Entscheidung für oder gegen ein Kapitalengagement immer vom unternehmensspezifischen Rendite-/Risiko­profil abhängig macht, ist es für ihn elementar, die Erwartungen des Managements bezüglich der künftigen Unternehmensentwicklung mit in die eigenen Einschätzungen einfließen zu lassen. Doch bestehen für die Unternehmensleitung Anreize, Informationen über die erwartete künf-

tige Entwicklung nicht ungefiltert an die Kapitalmarktadressaten zu kommunizieren. Hierzu zählt neben befürchteten Wettbewerbsnachteilen bei der Preisgabe interner Planungsdaten in erster Linie die Vermeidung ungewünschter Kapitalmarktreaktion bei einem Verfehlen der zuvor geäußerten Prognosen. Das Management ist daher bestrebt, die Kapitalmarkterwartungen aktiv zu steuern. Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) gibt in ihrem Leit­faden für Effektive Finanzkommunikation die Handlungsempfehlung aus, dass Unternehmen bei der Abgabe von Prognosen einer realistisch-



konservativen Grundhaltung folgen sollten und begründet dies mit der Beobachtung, dass „*Investment Professionals lieber leicht positiv als leicht negativ überrascht werden.*“<sup>1</sup> Tatsächlich liefert die empirische Literatur Belege dafür, dass die veröffentlichten Unternehmensergebnisse erstaunlich häufig über den Konsensuschätzungen der covernden Sell-Side-Analysten liegen. So wurden diese Schätzungen für die Quartalsergebnisse der US-amerikanischen S&P 500 Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre in ca. drei von vier Fällen übertroffen.<sup>2</sup> Selbst wenn die veröffentlichten Unternehmensergebnisse nur geringfügig von den bestehenden Erwartungen abweichen, so sind mitunter beträchtliche Aktienkursreaktionen zu beobachten. Wie die Empirie zeigt, fallen diese bei einem Verfehlen der zuvor kommunizierten Einschätzungen deutlicher aus als bei einem Übertreffen, wodurch sich für das Management Anreize ergeben, die an den Kapitalmarkt kommunizierten Erwartungen zumindest zu erfüllen.

Im Rahmen dieser Studie gehen wir der Frage nach, inwiefern die kommunizierten Umsatz- und Ertragsersparungen deutscher Unternehmen mit den tatsächlich erzielten Werten übereinstimmen. Hierzu wurden insgesamt 5.571 Einzelprognosen aus den Prognoseberichten deutscher HDAX-Unternehmen über einen Zeitraum von 10 Jahren erhoben und hinsichtlich verschiedener Merkmale ausgewertet. Das Resultat belegt den vermuteten Prognosepessimismus bei vielen Unternehmen.

## Datensample und Methodik

Die zugrundeliegende Stichprobe besteht aus allen Unternehmen, die zum Stichtag 31.12.2014 im HDAX gelistet waren und die im gesamten Untersuchungszeitraum 2005 bis 2014 über eine Kapitalmarktnotierung verfügen.<sup>3</sup> Da die Prognoseinformationen nicht in standardisierter Form über Kapitalmarktdatenbanken abgerufen werden konnten, wurden die Aussagen manuell aus den Geschäfts- und Quartalsberichten der Unternehmen entnommen. Insgesamt wurden in die Untersuchung 3.456 Einzelberichte einbezogen. Die Erhebung der zukunftsgerichteten Daten bezieht sich allein auf die im Prognosebericht enthaltenen Informationen, da die Unternehmen nach den geltenden Rechnungslegungsnormen in diesem Teil des Geschäftsberichts auf die erwartete künftige Entwicklung eingehen sollen und prognostische Aussagen nicht auf andere Teile auslagern sollen. In die Auswertung fließen alle Aussagen ein, die sich auf die erwartete künftige Umsatz- und Ertragssituation beziehen. Die Untersuchung beschränkt sich auf quantifizierte Prognosen mit maximal einjährigem Prognosehorizont. Qualitative Prognosen sowie längerfristige Prognosen werden aufgrund ihrer nur eingeschränkten Überprüfbarkeit bzw. mangelnden Verfügbarkeit nicht betrachtet.

---

<sup>1</sup> DVFA(2008), Grundsätze Effektiver Finanzkommunikation, S. 19. Abrufbar unter: <http://www.dvfa.de/verband/publikationen/effektive-finanzkommunikation/>, letzter Abruf: 23.06.2015.

<sup>2</sup> Vgl. FACTSET (2015), Earnings Insight, S. 3, Abrufbar unter: [http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/earningsinsight/earningsinsight\\_5.22.15](http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/earningsinsight/earningsinsight_5.22.15), letzter Abruf: 23.06.2015.

---

<sup>3</sup> Die Unternehmen COMPUGROUP MEDICAL, DT. ANNINGTON, EVONIK INDUSTRIES, KION GROUP, LEG IMMOBILIEN, MANZ, NORMA GROUP, OSRAM LICHT, RIB SOFTWARE, TALANX und TELEFONICA DEUTSCHLAND verfügen nicht über eine durchgehende Kapitalmarktnotierung im Untersuchungszeitraum und werden daher von der Untersuchung ausgenommen. Zudem haben die Unternehmen AIRBUS GROUP, QIAGEN und RTL GROUP. ihren Sitz im Ausland, was sie von der Pflicht befreit, einen Lagebericht nach deutschem Handelsrecht erstellen zu müssen.



## Managementprognosen: Wieso, weshalb, warum?

Greift man auf die neoklassische Theorie zurück und betrachtet einen typischen kapitalwertmaximierenden Investor, so liegt die Relevanz von prognostischen Unternehmensinformationen auf der Hand: Die Entscheidung für oder gegen ein Investment hängt allein von den künftigen Zahlungsströmen, dem Zeitpunkt ihres zeitlichen Anfalls, dem erwarteten Risiko der Anlage und den identifizierbaren Opportunitäten ab. Aussagen des Managements, die sich auf die erwarteten Ausprägungen dieser Größen in der Zukunft beziehen, erlauben den Adressaten einen Abgleich mit den eigenen Erwartungen. Dies führt bei einer Revision oder einer Bestätigung derselben zu einer höheren Entscheidungseffizienz und, eine bessere Informationslage seitens des Managements unterstellt, auch zu einer verbesserten Kapitalallokation. Doch setzt dies eine weitere Grundannahme des neoklassischen Modells voraus: Die vollständige Information. Im konkreten Kontext impliziert dies die fehlerfreie Erstellung und die unverzerrte Weitergabe der erstellten Managementprognosen an den Kapitalmarkt sowie die kostenfreie Gewinnung und Verarbeitung dieser Informationen seitens der Adressaten. Während man von einer fehlerfreien Erstellung allein schon zwecks Nutzbarmachung als internes Planungsinstrument ausgehen kann, darf die ungefilterte Wiedergabe der Managementprognosen realiter nicht erwartet werden, da die Unternehmensleitung nicht gewillt sein dürfte, ihren Informationsvorsprung preiszugeben. Vielmehr hat das Management Anreize, die Kapitalmarkterwartungen durch entsprechendes Erwartungsmanagement (*Earnings Guidance*) bewusst niedrig zu halten, um am Geschäftsjahresende positiv überraschen zu können.

Allerdings unterstellt dies naive Investoren, die einen fortwährenden Prognosepessimismus nicht antizipieren und der somit ebenso wenig in den Aktienkursen eskomptiert ist. Die im eingangs erwähnten Zitat genannten „Investment Professionals“ wissen allerdings um die Motivation des Managements und korrigieren die Aussagen dementsprechend. Die Unternehmensleitung wiederum ist sich dessen bewusst, so dass sich ein Zustand einstellt, in dem sich ein gewisser Pessimismus verfestigt.

Auch wenn eine Prognose zum Zeitpunkt der Abgabe nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und ungefiltert an die Adressaten weitergegeben wurde, so sorgen neu auftretende Informationen und die sich im wirtschaftswissenschaftlichen Kontext stets wandelnden Ursache-Wirkungszusammenhänge dafür, dass exakte Vorhersagen in der betriebswirtschaftlichen Praxis stets scheinbar genau sein müssen. Die ex-post Identifikation einer überaus treffgenauen Prognose ist daher eher dem Zufall zuzuschreiben als einer hohen Expertise der Unternehmensleitung künftige Entwicklungen punktgenau abschätzen zu können. Dennoch verlangen viele Stakeholder nach Vorhersagen des Managements. Trotz der skizzierten eingeschränkten Glaubwürdigkeit bietet die Darstellung der erwarteten künftigen Chancen und Risiken aus der Sicht der Unternehmensleitung eine wichtige Informationsbasis zur Erstellung beziehungsweise Adjustierung eigener Schätzungen.

Der Gesetzgeber weiß um die hohe Relevanz der prospektiven Informationen für die Rechnungslegungsadressaten und hat über das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee mit dem Deutschen Rechnungslegungs Standard 20 (DRS 20) ein Dokument erarbeitet,



das die Anforderungen an die Konzernrechnungslegung konkretisiert.<sup>4</sup> Der Standard enthält umfangreiche Regelungen im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung der verschiedenen Lageberichtselemente (bspw. Wirtschaftsbericht, Bericht über das interne Kontrollsystem, Prognose-, Chancen- und Risikobericht).

Nach DRS 20.118 sind im Konzernlagebericht Prognosen der Konzernleitung zum Geschäftsverlauf und zur Lage des Konzerns zu beurteilen und zu erläutern sowie zu einer Gesamtaussage zu verdichten. Die wesentlichen Annahmen, bspw. zur Wirtschafts- und Branchenentwicklung oder zu erwarteten Wechselkursen, müssen genannt werden und im Einklang mit den Prämissen sein, die im Konzernabschluss verwendet werden (bspw. Annahmen zum Goodwill-Impairment Test). Mit der Vorgabe des DRS 20.124, der besagt, dass öffentlich verfügbare Prognosen nur in dem Maße darzustellen sind wie für das Verständnis unbedingt erforderlich, reagierte das DRSC auf die Beobachtung in der Vergangenheit, dass Konzerne diese öffentlich verfügbaren Prognosen oftmals in den Vordergrund ihrer Berichterstattung stellten und Aussagen zur erwarteten Konzernentwicklung untergingen.

In Bezug auf die konkreten Prognoseinhalte gibt der Standard vor, dass sich die Aussagen auf die bedeutsamsten finanziellen und nicht-finanziellen Leistungsindikatoren zu beziehen haben, die gleichzeitig auch für die interne Steuerung verwendet werden. Die dargestellten Prognosewerte müssen mit entsprechenden Istwerten für denselben Berichtszeitraum vergleichbar sein. Zudem müssen Unternehmen

seit dem Geschäftsjahr 2013 gem. DRS 20.57 eine Gegenüberstellung von Prognose und tatsächlicher Geschäftsentwicklung publizieren.

Der Mindestprognosezeitraum ist nach der jüngsten Überarbeitung des Standards auf ein Jahr verkürzt worden. Allerdings hatte sich ein Großteil der Unternehmen zuvor bereits auf diesen Zeithorizont beschränkt, auch wenn die Vorgaben zuvor eine Untergrenze des Zeithorizonts von zwei Jahren vorsahen. Hinsichtlich der Prognosegenauigkeit wurden die Vorgaben zuletzt verschärft. Demnach müssen die Prognosen so formuliert sein, dass die erwartete Veränderung gegenüber dem entsprechenden Istwert des Berichtsjahres sowie die Richtung und Intensität der Veränderung verdeutlicht werden. Rein komparative und qualitative Prognosen erfüllen diese Anforderungen explizit nicht. In Zeiten außergewöhnlicher gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen jedoch, die zu einer hohen Unsicherheit in Bezug auf die künftige Entwicklung führen, was zur Konsequenz hat, dass die Prognosefähigkeit wesentlich beeinträchtigt ist, dürfen entweder rein komparative Prognosen abgegeben werden oder es dürfen verschiedene Szenarien unter Nennung der verwendeten Annahmen publiziert werden.

### **Auswertung der Prognoseberichte**

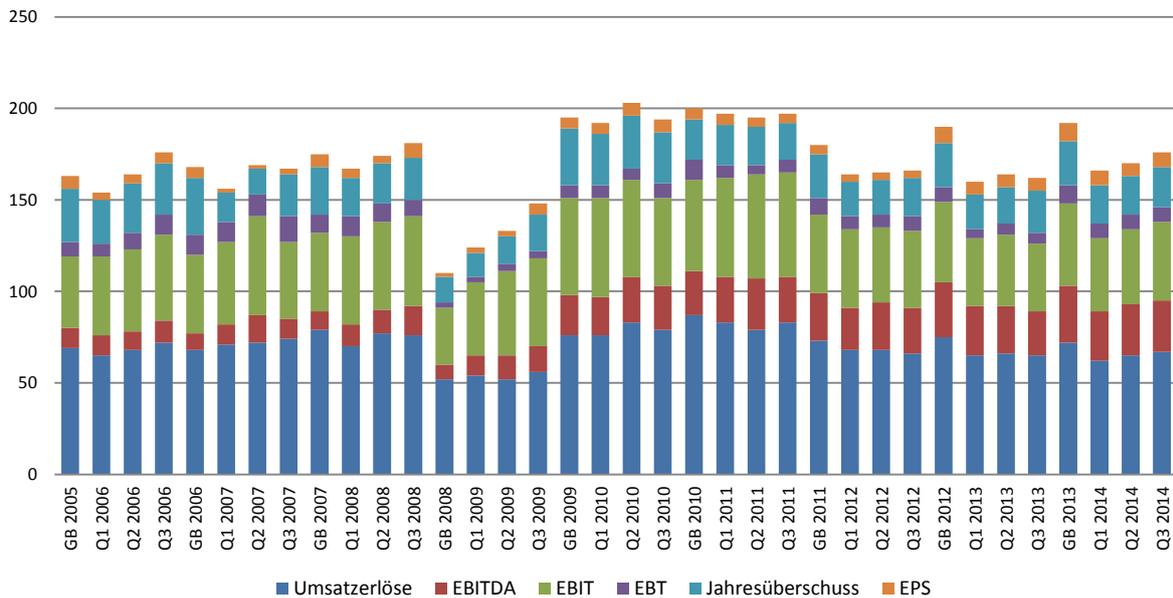
Insgesamt konnten aus den Prognoseberichten 5.571 quantifizierte bzw. quantifizierbare Aussagen zur künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung gewonnen werden. Diese wurden in einem ersten Schritt auf Prognoseinhalt und Genauigkeit der Formulierung hin untersucht. Anschließend erfolgte eine Analyse der ex-post identifizierbaren Treffgenauigkeit der Prognosen, also der Abweichung von prognostiziertem und realisiertem Ergebnis.

---

<sup>4</sup> DRS 20 ist unter [http://www.drsc.de/docs/press\\_releases/2012/120928\\_DRS20\\_nearfinal.pdf](http://www.drsc.de/docs/press_releases/2012/120928_DRS20_nearfinal.pdf) abrufbar, letzter Abruf: 26.05.2015. Das DRSC ist seitens des Bundesministeriums für Justiz (BMJ) beauftragt, Grundsätze für ordnungsmäßige Konzernrechnungslegung zu erarbeiten.



Abbildung 1: Anzahl von Prognosen und Prognoseinhalte im Untersuchungszeitraum



Quelle: FvS Research Institute, Geschäftsberichte

Wie Abbildung 1 zeigt, ist die Zahl der Prognosen über die einzelnen Quartale des Untersuchungszeitraums recht konstant. Eine Ausnahme hiervon stellen die Prognosen dar, die sich auf das Geschäftsjahr 2009 beziehen (GB 2008 bis Q3 2009). Die geringere Anzahl von Prognosen in diesem Zeitraum ist auf die gesamtwirtschaftlichen Unwägbarkeiten zurückzuführen, durch die sich viele Unternehmen gezwungen sahen, auf quantifizierte Prognosen zu verzichten. Zwischen den einzelnen Quartalen (GB, Q1, Q2, Q3) lassen sich über den Gesamtzeitraum keine bedeutenden Unterschiede ausmachen, d.h. in die Anzahl der gewonnen Prognosen ist über die Quartale recht gleichverteilt. Lediglich zuletzt konnten aus den Geschäftsberichten überdurchschnittliche viele Aussagen gewonnen werden.

In Bezug auf die Prognoseinhalte zeigt sich, dass die Umsatzerlöse die am häufigsten prognostizierte Größe sind, gefolgt von EBIT und Jahresüberschuss. Deutlich erkennbar ist die über die Jahre hinweg zunehmende Popularität der Grö-

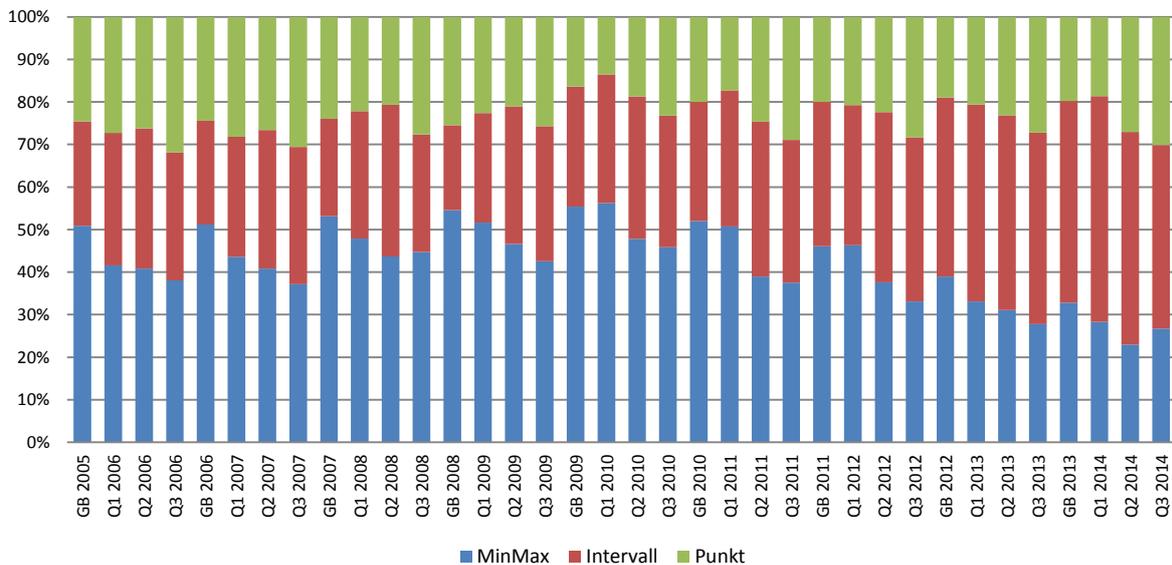
ße EBITDA. Als nicht-standardisierte Pro-Forma-Kennzahl bietet diese den Unternehmen bei der Ermittlung vielfältige Ermessensspielräume. Zudem tragen diese Zwischenergebnisgrößen häufig die zusätzliche Bezeichnung „adjusted“ oder „recurring“, was die Berechnungsfreiräume weiter ausweitet und den Geschäftsberichtsadressaten hinsichtlich der darin enthaltenen Aufwands- und Ertragsbestandteile mitunter ratlos zurücklässt.<sup>5</sup> Die bei US-amerikanischen Unternehmen populäre Größe Earnings per Share (EPS) spielt bei den Prognosen deutscher Unternehmen kaum eine Rolle.

Hinsichtlich der Präzision bei der Formulierung der Prognosen lassen sich unterjährig erwartungsgemäß Veränderungen feststellen (Abbildung 2). Lehnen sich die Unternehmen bei der erstmaligen Abgabe einer Jahresprognose im Geschäftsbericht häufig noch an das im abgelau-

<sup>5</sup> Vgl. hierzu Immenkötter (2015), Flossbach von Storch Research Institute, „Der kleine aber feine Unterschied - EBS statt EPS“, abrufbar unter: [http://www.fvs-ri.com/analysen/analysen-details.html#analysis\\_17](http://www.fvs-ri.com/analysen/analysen-details.html#analysis_17), letzter Abruf: 30.06.2015.



Abbildung 2: Prognosepräzision im Untersuchungszeitraum



Quelle: FvS Research Institute, Geschäftsberichte

fenen Geschäftsjahr erzielte Ergebnis an, welche zumeist als Mindestziel für das angelaufene Geschäftsjahr ausgelobt wird, werden die Aussagen im weiteren Verlauf des Jahres konkretisiert. So steigt der Anteil vergleichsweise konkreter Punkt- bzw. Intervallprognosen von ca. 50 % (GB) auf ca. 65 % (Q3) an. Während man während der Finanzkrise tendenziell eine rückläufige Präzision in der Formulierung der Prognosen feststellen kann, die sich in einem hohen Anteil von Minimum- und Maximumprognosen (MinMax) äußert, ist ab dem Jahr 2012 ein gesteigener Anteil von Punkt- und Intervallprognosen feststellbar. Grund hierfür sind die geänderten regulatorischen Vorgaben seitens des DRSC, das im DRS 20 erhöhte Anforderungen an die Prognosepräzision formuliert hatte.<sup>6</sup>

Wie zuvor bereits ausgeführt, kommt dem ex-post ermittelbaren Prognosefehler aus Investorensicht die größte Bedeutung zu. Zwar darf das Verfehlen einzelner Vorhersagen nicht per se als mangelnde Kompetenz missinterpretiert werden, doch ist die „Earnings-Guidance“-Politik insbesondere bei einem gehäuften Auftreten

<sup>6</sup> Siehe Kapitel 4 zu den regulatorischen Vorgaben.

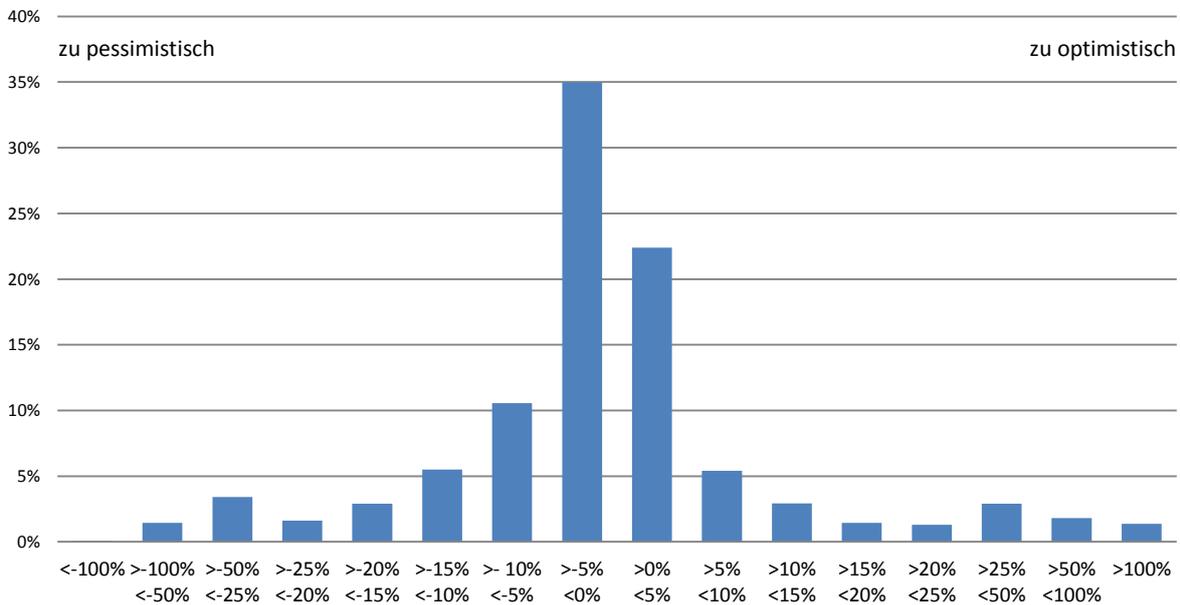
großer Abweichungen von Investoren doch zumindest zu berücksichtigen.

Im Rahmen der folgenden Auswertung soll der relative Prognosefehler betrachtet werden. Dieser ist definiert als Differenz zwischen dem prognostizierten und dem realisierten Wert dividiert durch den realisierten Wert. Da die Ermittlung des Prognosefehlers bei Minimum- und Maximumprognosen nicht möglich ist bzw. von großer Unschärfe geprägt wäre, werden im Folgenden nur Punkt- und Intervallprognosen betrachtet. Bei Intervallprognosen fungiert der Mittelwert der Spannweite als Punktprognose. Bei der Analyse wurde auf den Median abgestellt, da die Aussagekraft des arithmetischen Mittels durch vereinzelte Ausreißer beeinträchtigt ist. Zudem mussten vereinzelte Beobachtungen aus dem Datensatz entfernt, da diese nicht korrekt interpretiert werden konnten.<sup>7</sup> Insgesamt wurden 3.108 Einzelprognosen in die Auswertung einbezogen.

<sup>7</sup> So können bspw. bei einer Prognose eines Jahresergebnisses von 0 keine relativen Abweichungen berechnet werden. Ebenso wenig lassen sich Abweichungen bei unterschiedlichen Vorzeichen von Prognose und tatsächlichem Ergebnis ermitteln.



Abbildung 3: Verteilung des Prognosefehlers im Untersuchungszeitraum



Quelle: FvS Research Institute, Geschäftsberichte

Die gruppierten Häufigkeiten des Prognosefehlers in Abbildung 3 geben Aufschluss über die Verteilung der Abweichungen im Untersuchungssample. Ein negativer Prognosefehler stellt hierbei gemäß vorangegangener Formel ein Übertreffen der Prognosen dar. Demnach ist mehr als ein Drittel (35,0 %) der eigenen Prognosen von den Unternehmen geringfügig übertroffen worden (Abweichung zwischen -5 % und 0 %). Demgegenüber ist der Anteil eines vergleichsweise geringfügigen Unterschreitens der eigenen Vorhersagen mit 22,4 % deutlich geringer. Allgemein lässt sich eine nach links Verschobene Verteilung erkennen. Lässt man die Beobachtungen aus den Krisenjahren 2008 und 2009 außen vor, so verstärkt sich dieses Bild nochmals.

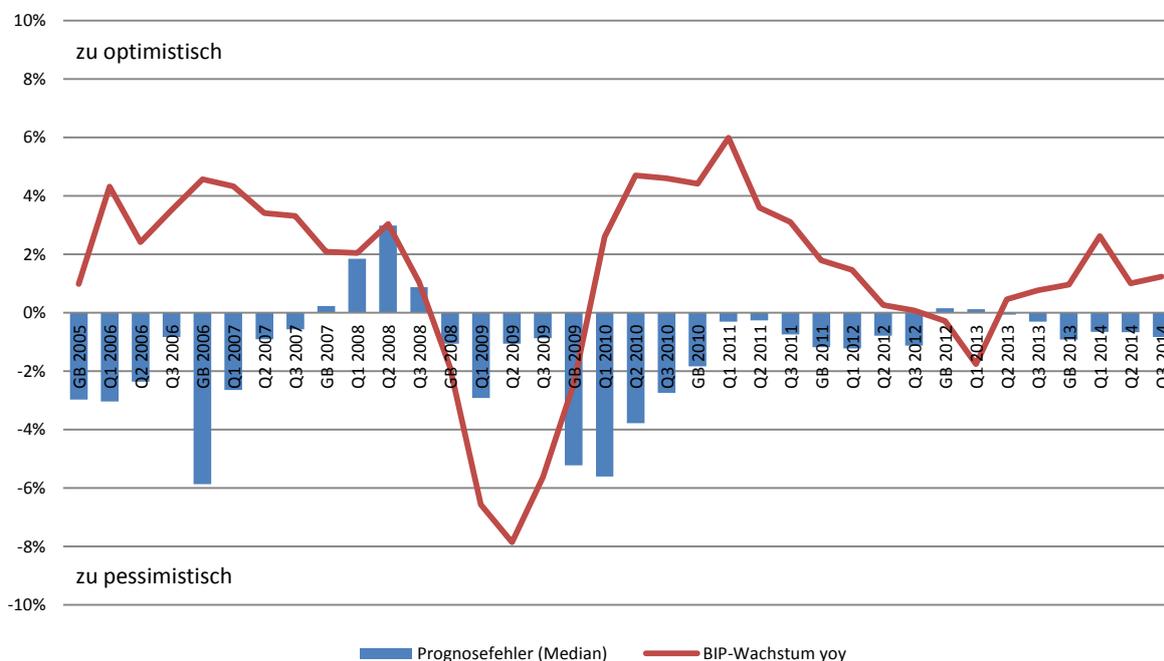
Ignoriert man die zuvor dargestellten Anreize, hätte sich ein mehr oder weniger normalverteiltes Bild einstellen müssen. Die deutlich erkennbare Linksverschiebung könnte Ausdruck der

zuvor diskutierten Verhaltensannahmen sein, nach denen das Management die Adressaten bei der Ergebnisveröffentlichung gerne positiv überrascht, aber nicht so stark als dass die Glaubwürdigkeit künftiger Prognosen vom Kapitalmarkt angezweifelt werden müsste.

Abbildung 4 zeigt die jeweiligen durchschnittlichen Prognosefehler über die einzelnen Quartale. Auch hier wird deutlich, dass die Unternehmen mit ihren eigenen Prognosen im Durchschnitt eher zurückhaltend sind. So lässt sich in 30 der 36 betrachteten Quartale ein im Durchschnitt negativer Prognosefehler beobachten, d.h. die Prognosen haben die letztendlich realisierten Werte unterschritten. Einzig die Prognosen, die sich auf das Geschäftsjahr 2008 beziehen sind auf Basis des Medians erkennbar zu positiv, was sich auf die rasch eintrübende gesamtwirtschaftliche Lage im Zuge der Finanzkrise zurückführen lässt, die viele der ursprünglichen Prognosen als zu optimistisch erscheinen



Abbildung 4: Prognosefehler von Umsatz- und Ergebnisgrößen (Median) und BIP-Wachstum im Untersuchungszeitraum



Quelle: FvS Research Institute, Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte

lässt. Dieses Bild kehrt sich allerdings recht schnell wieder um und insbesondere die Prognosen, die für das Geschäftsjahr 2010 abgegeben wurden (GB 2009 – Q3 2010), sind ex-post als sehr zurückhaltend zu bezeichnen. Die Beobachtung vergleichsweise geringer positiver Prognosefehler in Krisenzeiten und der ansonsten auszumachende Prognosepessimismus zeigen, dass Vorhersagen bewusst verhalten formuliert werden und einen Puffer enthalten, der Entwicklungen, die schlechter als erwartet ausfallen, ausgleichen soll.

Im Folgenden sollen Umsatz- und Ergebnisprognosen separat voneinander betrachtet werden. Skalierungseffekte sowie die Tatsache, dass die Schätzung von Umsatzerlösen weniger Annahmen erfordert als bspw. die der Größe Jahresüberschuss, lassen eine getrennte Betrachtung sinnvoll erscheinen. Zudem werden die jeweiligen Quartale zusammengefasst, um ein aussa-

gekräftigteres Bild über die unterjährige Entwicklung des Prognosefehlers zu bekommen (Abb 5).

Hinsichtlich der quartalsweisen Veränderung des Prognosefehlers ergibt sich sowohl für Umsatz- als auch für Ergebnisprognosen ein aus den zuvor diskutierten Verhaltensannahmen abgeleiteter Verlauf. So sind die Vorhersagen zunächst stark pessimistisch verzerrt, wobei sich dieser Prognosepessimismus quartalsweise verringert (mit Ausnahme der Entwicklung von Q2 auf Q3 bei Umsatzprognosen). Für Ergebnisprognosen, denen im Vergleich zu Umsatzprognosen eine größere Kapitalmarktrelevanz zukommt, ist die Entwicklung dabei wesentlich deutlicher.

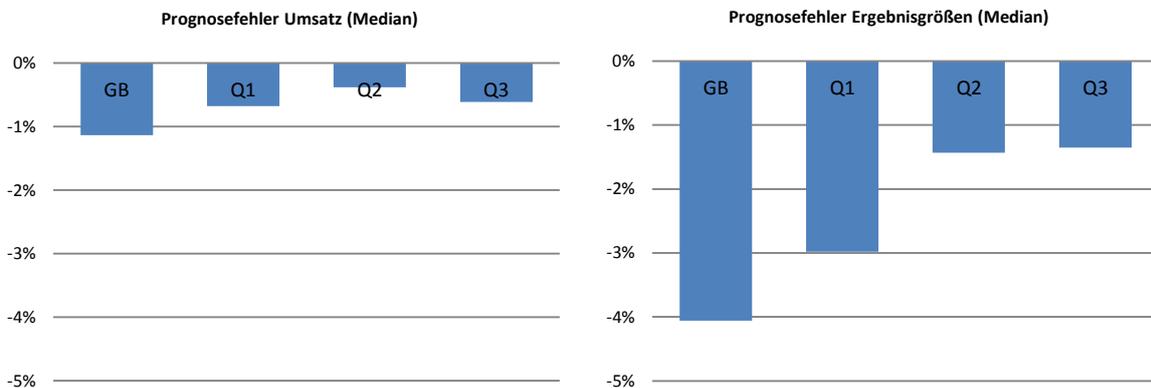
Neben den relativen Prognosefehlern kann ebenso der betragsmäßige Prognosefehler betrachtet werden, der das entsprechende Vorzeichen der Abweichung unberücksichtigt lässt. Positive und negative Abweichungen gleichen



sich also hier nicht aus. Der quartalsweise Rückgang des betragsmäßigen relativen Prognosefehlers stellt einen intuitiv zu erwartenden Verlauf dar (Abbildung 6). So lassen sich die zu erwartenden Ausprägungen der Umsatz- und Ergebnissituation am Geschäftsjahresende mit einem kürzer werdenden Zeithorizont konkreter abschätzen. Die ermittelten relativen Abweichungen sind dabei im Rahmen von Ergebnisprognosen deutlich größer als bei Umsatzprognosen. So beträgt die durchschnittliche betrags-

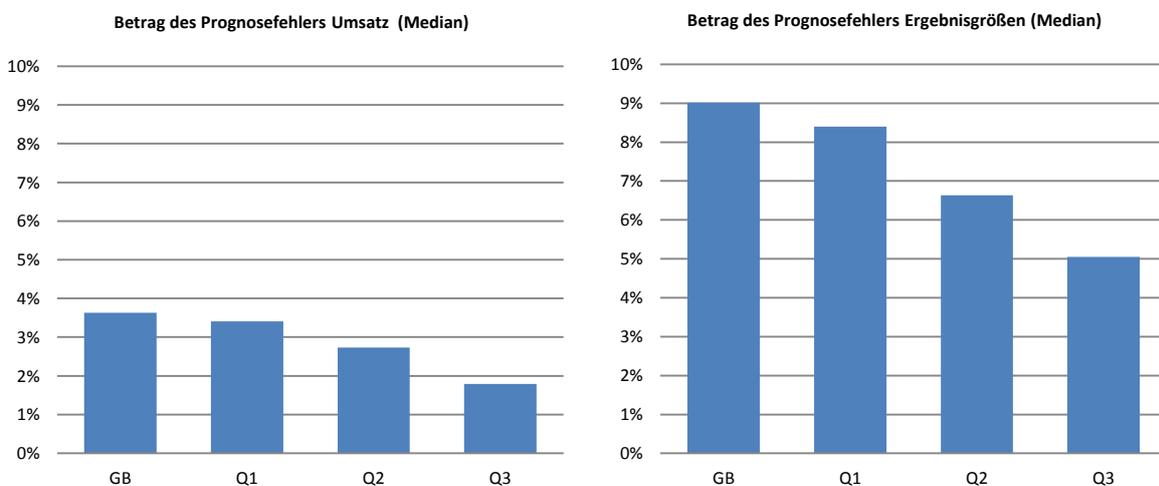
mäßige Abweichung bei Ergebnisgrößen zunächst 9,0 % und verringert sich zum dritten Quartal auf 5,1 %. Bei Umsatzprognosen ist eine entsprechende Verringerung von 3,6 % auf 1,8 % auszumachen. Dies kann zum einen auf einen Skalierungseffekt zurückgeführt werden und zum anderen auf die komplexere Prognostizierbarkeit von Ergebnisgrößen im Vergleich zu den Umsatzerlösen, da erstere mehr Einflussfaktoren unterliegen.

**Abbildung 5: Relativer Prognosefehler von Umsatz- und Ergebnisgrößen (Quartalsweise Betrachtung)**



Quelle: FvS Research Institute, Geschäftsberichte

**Abbildung 6: Absoluter prozentualer Prognosefehler relativ zu Umsatz- und Ergebnisgrößen (Quartalsweise Betrachtung)**



Quelle: FvS Research Institute, Geschäftsberichte



## Fazit

Die Auswertung der in den Prognoseberichten enthaltenen Managementprognosen für die Jahre 2005 bis 2014 hat ergeben, dass die HDAX-Unternehmen im Durchschnitt zu pessimistischen Vorhersagen zur Umsatz- und Ergebnissituation neigen. So liegen die Einschätzungen zur künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung in gut 60 % der Beobachtungen unter den realisierten Werten, während in knapp 40 % der Fälle zu optimistische Prognosen vorgenommen werden. Besonders hervorzuheben ist der hohe

Anteil von Vorhersagen, die nur minimal übertroffen werden. Diese Befunde decken sich mit den diskutierten Vermutungen hinsichtlich eines tendenziell konservativen Prognoseverhaltens. Dieses soll die Gefahr negativer Kapitalmarktreaktionen bei der Veröffentlichung eines enttäuschenden Ergebnisses vermindern. Die Adressaten von Managementprognosen sollten sich diesen Anreizen bei der Erstellung eigener Prognosen zur künftigen Ertragslage eines Unternehmens bewusst sein.

---

## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefonnummer: +49. 221. 33 88-291, *research@fvsag.com*; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, *www.bafin.de*; *Autor* Dr. Kai Lehmann; Redaktionsschluss 1. Juli 2015