

„MISSTRAUE DEM VERTRAUTEN“: EINE ERSTE HERANFÜHRUNG AN DAS THEMA „OVERCONFIDENCE-BIAS“ BEI UNTERNEHMENSPLANUNGEN – UND WIE MAN DAMIT UMGEHEN SOLLTE.

Worüber wir hier nachdenken wollen, ist eine Verhaltensweise, die wir alle nicht nur von anderen, sondern zugegebenermaßen manchmal auch von uns selbst kennen: Der Mensch tendiert dazu, das eigene Wissen und die eigenen Fähigkeiten in vielen Situationen zu überschätzen. Die beiden schönsten und gleichzeitig auch deutlichsten Beispiele dafür sind zwei statistische Werte, über die man gerne einmal lächeln darf: Die Frage, ob man sich selbst zu den 30 % der besten Autofahrer zählen würde, beantworteten sage und schreibe 80 % der Probanden einer Studie mit „Ja!“¹ Fast noch schöner ist das Ergebnis einer französischen Umfrage: Dort bestätigten gar 85 %, dass sie zu der Gruppe der „überdurchschnittlich guten Liebhaber“ zählen...²

Nun ist es ja so, dass solche statistischen Ergebnisse in der Realität nicht möglich und überdies auch eher unwahrscheinlich sind. Dennoch mögen sie den beiden Ökonomie-Nobelpreisträgern Daniel Kahnemann und Amos Tversky als Anregungen zur Forschung über einen psychologischen Mechanismus gedient haben, den wir gerne mit Ihnen betrachten wollen. Es handelt sich dabei um den sogenannten „Overconfidence-Bias“ – also ganz einfach gesprochen: Die immer existierende Möglichkeit eines Hangs zur Selbstüberschätzung.

DER EINFLUSS DES OVERCONFIDENCE-BIAS BEI UNTERNEHMENSPLANUNGEN UND -BEWERTUNGEN

Die Gründe für das Auftreten des Overconfidence-Bias sind ebenso vielfältig wie bekannt. Ein übergroßes Selbstvertrauen, oder sagen wir „eine verzerrte Selbstwahrnehmung“ kann dazu führen, dass Entscheidungs- bzw. Bewertungsprozesse per Bauchgefühl und nicht mit rationalen Denkansätzen gesteuert werden. Dazu gehört auch die Neigung, bestimmte Informationen zu ignorieren bzw. „unterzubewerten“, nur weil sie dem Selbst-Erlebten/ Gelernten oder den eigenen Erwartungen widersprechen. Das Ergebnis können dann Zahlen oder Zahlengefüge sein, die für den professionellen Betrachter gewissermaßen nach einer Bereinigung oder Glättung ru-

fen. Warum das so sein mag? Die Antwort auf diese Frage ist leicht gegeben. Auch diejenigen, die sich Planzahlen ansehen, sind Menschen. Und genau darum geht es hier.

DIE AUFLÖSUNG DES „PSYCHOLOGISCHEN DELTAS“ ZWISCHEN GEFÜHLTEN, BERECHNETEN UND UNTERSTELLTEN PLANZAHLEN

Es ist bekannt: Wir von ALLERT & Co. verfolgen einen konservativen Ansatz, den viele unserer Leserinnen und Leser und ohnehin unsere Mandanten und Partner seit vielen Jahren schätzen. Weil das Adjektiv „konservativ“ für uns vor allem für den Erhalt von Werten steht, stehen wir auch für die Erforschung neuer oder aktuell gewordener Erkenntnisse aus Theorie und Praxis. Wir klopfen Ansätze auf deren Übertragbarkeit in unsere eigenen Ansätze und Prozesse ab. Bezogen auf den „Overconfidence-Bias“ hieß das für uns: Wir wollten für dieses herausfordernd wichtig klingende Wort eine praktikable Anwendungsperspektive oder wenigstens wichtige Hinweise für die Abgabe von Geschäfts- und Planzahlen im Vorfeld von M&A-Prozessen im Mittelstand destillieren. Bemerkenswert erscheint uns in diesem Fall die recht einfache Verwertbarkeit des Kerngedankens, den der „Erfinder“ des Overconfidence-Bias Daniel Kahnemann formulierte. „Misstrau dem Vertrauten.“

„MISSTRAUE DEM VERTRAUTEN.“ – ENTSCHEIDUNGEN IM PLANUNGS-PROZESS

Wir revidieren kurz, was wir wissen. Unternehmer werden vor allem von Investoren und potenziellen Investoren dazu angehalten, Planwerte für die nächsten Jahre zu bestimmen. Sie wissen dabei recht genau, dass Planungen mit einer über das übliche Geschäftsjahres-Budget hinausgehenden Planperiode die Tendenz zur Unschärfe haben. Manche verwenden das Bild vom „Blick in die Glaskugel“.

In voller Kenntnis, der mit der Dauer der Vorausschau-Periode korrelierenden Unschärfe verlangen Investoren diese Anzahl an Planungsjahren, weil die Zukunft für jede Kaufentscheidung und auch für Rentabilitätsbetrachtungen die Grundlage oder sagen wir ein nicht unwesentlicher Teil der Entscheidungsfindung sein wird. Nun sind potenzielle Investoren meist sehr kluge Menschen. Sie wissen ebenso wie wir, dass es den Overconfidence-Bias gibt und dass sie z.B. Ertragszahlen und deren Entwicklung aus genau diesem Grund kritisch würdigen und ggf. bei einem Überspannen des Bogens einen Sicherheits-Abschlag einbauen werden. Allein schon deshalb lohnt es sich, vor allem in Bezug auf den Overconfidence-Bias auch für die Verkäuferseite, einen genaueren zweiten Blick auf eben diese Planwerte zu werfen.

¹ Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? Acta Psychologica, S. 143-148.

² Taleb, N. N. (2011). Der Schwarze Schwan: Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse. München: Dt. Taschenbuch-Verlag.

| 1 Entwicklung der Anzahl der Planungsjahre | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2000-2004 | 2005-2008 | 2009-2012 | 2013-2016 | 2017-2020 |
| Min | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 1. Quartil | 3 | 4 | 3 | 3 | 4 |
| Median | 3 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 3. Quartil | 4 | 5 | 6 | 5 | 6 |
| Max | 6 | 11 | 15 | 10 | 7 |

Zwei mögliche Szenarien ergeben sich aus den festgelegten Planwerten der Unternehmen:

- **Szenario 1:** Das Unternehmen plant mit Werten, die über den Wachstumsprognosen des vergleichbaren Marktes liegen, was gleichbedeutend mit einem Zuzug an Marktanteilen ist.

Oder

- **Szenario 2:** Das Unternehmen plant mit Werten, die unterhalb der Wachstumsprognosen des vergleichbaren Marktes sind, was gleichbedeutend mit einem Verlust von Marktanteilen ist.

Aus Sicht der Investoren stellt sich vor allem bei Betrachtung des **Szenarios 1** die Frage, ob auf die Erstellung der eigenen Plan- und Rentabilitätswerte der oben beschriebene Overconfidence-Bias einen Einfluss hatte.

Sind die zahlenhaft geschürten Erwartungen von mehr Geschäft ein auch für den Investor nachvollziehbarer und strategisch konsequent entwickelter Ausdruck einer konsistenten und plausibilisierbaren Wachstumsgeschichte?

Um das zu wissen, gibt es außer dem Learning by Doing – was angesichts des in vielen Unternehmerleben „Once-in-a-lifetime“-Charakters des Unternehmensverkaufs gewagt erscheint – noch eine

weitere Methode. Man sollte sich einmal ansehen, ob es hierzu belastbare empirische Erkenntnisse oder Zahlen gibt. Konkret geht es hier um diese Fragen:

Planen Unternehmen häufig Werte, die oberhalb der vergleichbaren Marktprognosen liegen und schätzen sich dadurch also auch oft besser ein, als die Unternehmen des vergleichbaren Marktes und tendieren dadurch zum Overconfidence-Bias?

Falls ja: Gibt es hierbei Unterschiede in einzelnen Branchen?

Oder ist genau das Gegenteil der Fall – dass sie nämlich, um die Erwartungshaltung nicht zu sehr zu fördern mit statistisch gesehen eher moderaten Mehrjahreszahlen“ operieren?

Welches der beiden Szenarien überwiegt bei genauerer Betrachtung in den Planungen? Wir haben uns in der folgenden Untersuchung zur Aufgabe gemacht, genau das herauszufinden. Um die Untersuchung abzuschließen, haben wir uns eine weitere Frage gestellt:

Gibt es einen Zusammenhang zwischen den Planwerten und der tatsächlichen Profitabilität der Unternehmen – und welchen Einfluss könnte das Phänomen des Overconfidence-Bias hier haben?

ANZAHL DER OBJEKTE UND BRANCHEN

Untersucht wurden 131 veröffentlichte Unternehmensbewertungen und -planungen aus 34 unterschiedlichen Branchen. Zunächst wollten wir wissen, wie sich die Anzahl der Planjahre in den letzten Jahren entwickelt haben.

Wie in Abbildung 1 am Median ablesbar ist, scheint es einen deutlichen Trend zu längeren Forecasts zu geben. Lag die Planungsperiode in den Jahren zwischen 2000 – 2004 im Median bei drei Jahren, liegt dieser Wert rund 20 Jahre später bei sechs Jahren.

Erstes Ergebnis: Die untersuchten Unternehmen planen tatsächlich immer länger.

Anschließend wurde die entscheidende Frage untersucht, inwieweit die Planungswerte über den Wachstumsprognosen des vergleichbaren Marktes sind (Abb. 2):

| 2 Vergleich der Planung einzelner Unternehmen gegenüber Marktprognosen | | |
|--|--|---------|
| Min | | -64,9 % |
| 1. Quartil | | -2,3 % |
| Median | | 1,1 % |
| 3. Quartil | | 5,3 % |
| Max | | 32,6 % |
| Mittelwert | | 1,4 % |
| Volatilität | | 9,1 % |
| Summe positiv | | 74 |
| Positiv in % | | 56,5 % |
| Summe negativ | | 57 |
| Negativ in % | | 43,5 % |
| n | | 131 |





Zweites Ergebnis: Eine moderate Tendenz zur Zuversicht

Hier zeigt sich, dass die Mehrheit der Geschäftsplaner im Durchschnitt mit Planungswerten von 1,4 % über den Wachstumsprognosen des vergleichbaren Marktes ans Werk ging.

Um das Ergebnis zur Sicherheit noch um die Ausreißer zu bereinigen bzw. anzupassen, wird auch hier der Median betrachtet: Hier werden immer noch rund 1,1 % über dem Markt geplant. Mit 57 % der Unternehmen plante über die Hälfte höher als der Markt. Mehr als die Hälfte der Unternehmen schätzen sich besser ein als Wettbewerb und Markt. Diese Erkenntnis steht ihrerseits unterm Strich für die Zuversicht, den Wettbewerbern durch entsprechende Maßnahmen Wettbewerbsanteile abzunehmen.

Drittes Ergebnis: Unterschiedliche Branchen planen unterschiedlich aggressiv

Nun wollten wir schließlich auch noch wissen, ob es zwischen den Zahlenspielen

einzelner Branchen Abweichungen oder Auffälligkeiten gibt. Um konsistent zu bleiben, haben wir die Fallzahl der Unternehmen angepasst. Um mögliche Zufallsergebnisse einzudämmen, wurden nur Branchen berücksichtigt, denen mindestens sieben der betrachteten Unternehmen zugeordnet werden konnten. Das Grundgesamt liegt hier deshalb nicht bei 131 sondern bei 92 (vgl. Abb. 3).

Und tatsächlich:

Alle Branchen außer „Global Pharmaceutical“ weisen positive Mediane und Mittelwerte auf. Dabei weisen wir noch einmal auf die Zeitpunkte der Erstellung der unserer Untersuchung zugrundeliegenden Bewertungen hin, die von 2000 – 2021 reichen und damit unabhängig vom aktuellen Covid-19-Geschehen sind. Global Pharmaceutical weist einen Median von -1,9 % auf und einen Mittelwert von -2,3 %. In vier der sieben Branchen planen gar über 70 % der Unternehmen höher als der Markt. Vor allem die Branchen „Global Health Care Equipment & Supplies“ und „Renewable Energy“ stechen mit ihren hohen Werten heraus.

Abschließend die Ergebnisse aus der Analyse des Zusammenhangs zwischen Planungswerten und der Profitabilität von Unternehmen (Abb. 4-6):

- Profitabilitätskennzahl ist die EBIT-Marge
- Alle Regressionen weisen auf einen negativen Zusammenhang zwischen der Profitabilität und den Planungen hin (negativer Koeffizient). Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass Unternehmen, die eine geringere EBIT-Marge aufweisen, tendenziell höhere Planwerte festlegen. Es muss an dieser Stelle jedoch angemerkt werden, dass lediglich die Werte der Branchen „Global Pharmaceuticals“ sowie „Global Chemicals“ signifikant sind (Erkennbar am hohen T-Statistik Wert). Die Unternehmen dieser beiden Branchen, die eine geringere EBIT-Marge aufweisen und damit weniger profitabel sind, tendieren dazu, höhere Planwerte festzulegen als die vergleichbaren Marktprognosen. Je geringer die EBIT-Marge, desto höher also die Planwerte.



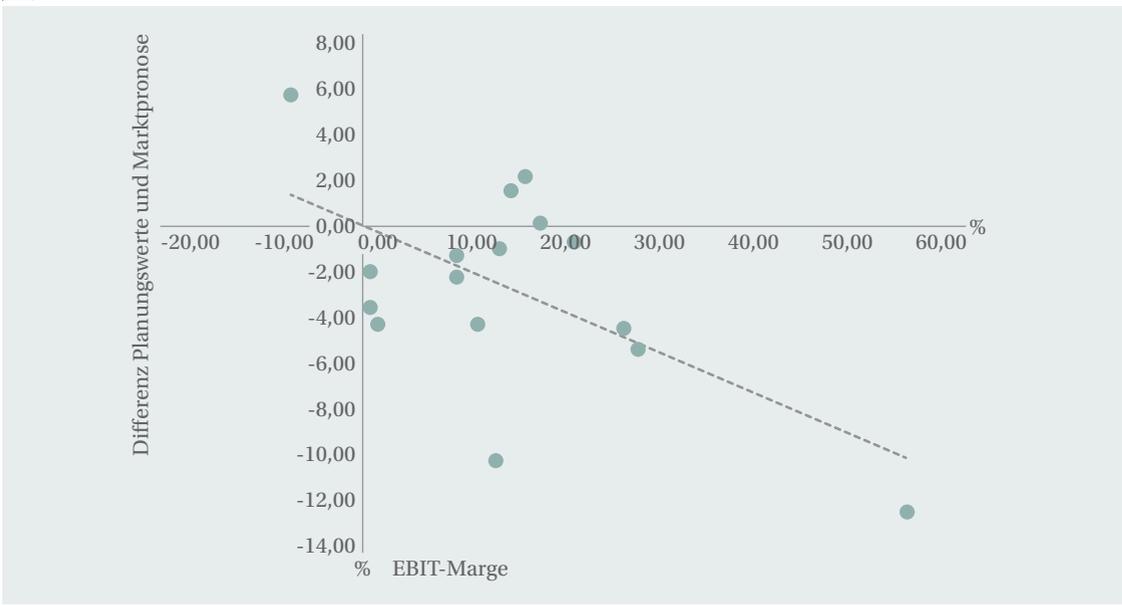
3 Planungsverhalten nach Branchen

| | Global Software | Global Pharmaceuticals | Global Machinery | Global Health Care Equipment & Supplies | Global IT Hardware & Services | Global Chemicals | Renewable Energy |
|---------------------|-----------------|------------------------|------------------|---|-------------------------------|------------------|------------------|
| Min | -5,9 % | -12,3 % | -5,6 % | -5,0 % | -9,5 % | -3,4 % | -2,3 % |
| 1. Quartil | -3,0 % | -4,2 % | -2,6 % | 0,5 % | 1,1 % | 0,8 % | 4,9 % |
| Median | 1,0 % | -1,9 % | 0,6 % | 3,6 % | 2,4 % | 1,9 % | 7,6 % |
| 3. Quartil | 3,8 % | 0,2 % | 5,4 % | 8,3 % | 5,0 % | 7,4 % | 13,1 % |
| Max | 32,6 % | 5,7 % | 10,2 % | 19,1 % | 12,6 % | 15,2 % | 22,1 % |
| Mittelwert | 2,3 % | -2,3 % | 1,4 % | 5,1 % | 2,1 % | 4,5 % | 8,8 % |
| Volatilität | 8,2 % | 4,4 % | 4,9 % | 8,0 % | 5,4 % | 6,8 % | 7,9 % |
| Summe positiv | 14 | 6 | 7 | 5 | 11 | 6 | 7 |
| Positiv in % | 58,3 % | 35,3 % | 50,0 % | 71,4 % | 78,6 % | 75,0 % | 87,5 % |
| Summe negativ | 10 | 11 | 7 | 2 | 3 | 2 | 1 |
| Negativ in % | 41,7 % | 64,7 % | 50,0 % | 28,6 % | 21,4 % | 25,0 % | 12,5 % |
| n | 24 | 17 | 14 | 7 | 14 | 8 | 8 |

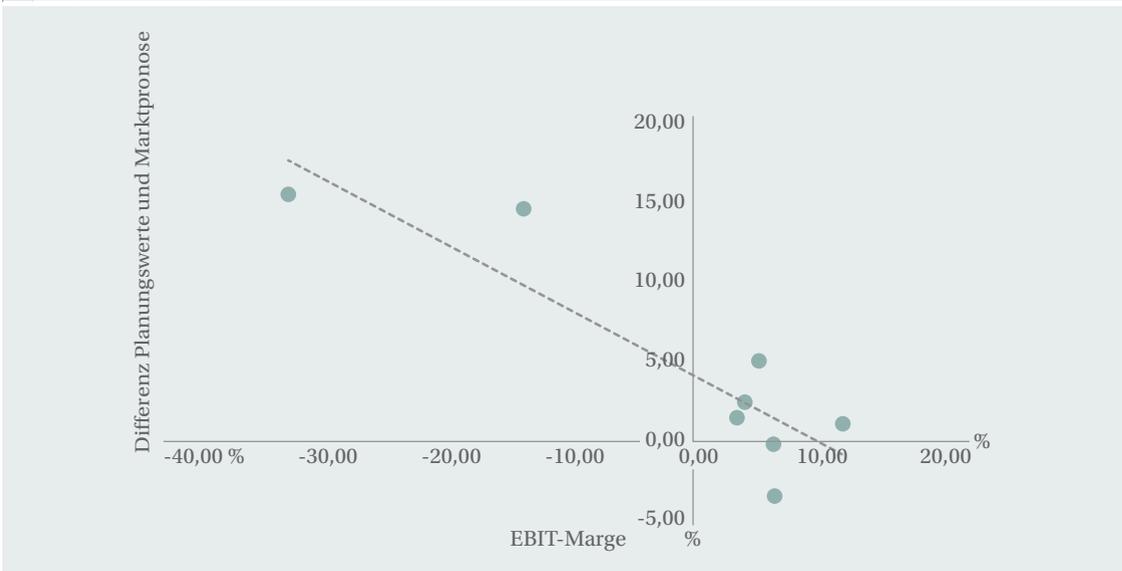
4 Zusammenhang zwischen dem Planungsverhalten und der Profitabilität

| Branche | N | Variable | Koeffizient | T-Statistik |
|---------------------------------|-----|--------------|-------------|-------------|
| Branchenübergreifend | 131 | Schnittpunkt | 0,02 | 2,24 |
| | | EBIT | -0,08 | -1,61 |
| Global Software | 24 | Schnittpunkt | 0,03 | 1,45 |
| | | EBIT | -0,06 | -0,52 |
| Global Pharmaceuticals | 17 | Schnittpunkt | 0,00 | 0,25 |
| | | EBIT | -0,18 | -3,09*** |
| Global Machinery | 14 | Schnittpunkt | 0,02 | 1,32 |
| | | EBIT | -0,13 | -0,94 |
| Global Healthcare | 7 | Schnittpunkt | 0,08 | 2,13 |
| | | EBIT | -0,29 | -1,26 |
| Global IT Hardware & Services | 14 | Schnittpunkt | 0,02 | 1,32 |
| | | EBIT | 0,05 | 0,42 |
| Global Chemicals | 8 | Schnittpunkt | 0,04 | 3,45 |
| | | EBIT | -0,40 | -4,76*** |
| Renewable Energy | 8 | Schnittpunkt | 0,09 | 1,80 |
| | | EBIT | -0,03 | -0,11 |
| *p < 0,1 **p < 0,05 ***p < 0,01 | | | | |

5 Regressionsanalyse Global Pharmaceuticals



6 Regressionsanalyse Global Chemicals





Fazit:

Aus unserer Studie wird ersichtlich, dass Investoren häufig mit Planungen konfrontiert werden, die dem Overconfidence-Bias zu unterliegen scheinen. Unternehmen schätzen sich systematisch besser ein als die vergleichbaren Wachstumsprognosen des Marktes. Vor allem Unternehmen, die weniger profitabel sind, tendieren dazu, optimistischer zu planen als Unternehmen, die profitabler sind. Dieses Ergebnis bestätigt also die Erwartungen, die sich aufgrund der Lektüre von Kahnemann und Tversky zum Overconfidence-Bias ausgebildet hatten. Da Wettbewerbsanteile einem Wettbewerber immer nur einmal abgenommen werden können, ist anzunehmen, dass ein Großteil der Unternehmen ihre eigenen Fähigkeiten im direkten Vergleich zu ihren Mitbewerbern überschätzen.

Und was lehrt uns dieses nun?

Die Antwort ist im Grunde recht einfach. Das Wissen um die – wenigstens statistisch gesehen – häufiger auftretende „bessere Selbsteinschätzung“ im Rahmen von Business-Plänen kann Investoren helfen, die erstellten Planungen von Unternehmen klarer

zu sehen und ggf. auch besser zu interpretieren. Umgekehrt kann sie aber auch den verkaufenden Unternehmern zeigen, dass „vornehme Zurückhaltung“ ebenso wenig taugt wie eine unrealistische Markteinschätzung.

Natürlich sollte man mit Wachstum und auch mit einer Steigerung von Marktanteilen planen, wenn die entsprechenden Strategien hierzu vorhanden sind. Will man darüber hinaus die Unterstellung eines Overconfidence-Bias (nach dem häufig anzutreffenden „Investoren-Motto“: „Bei jeder Planung muss ich sowieso gleich mal ein paar Prozentpunkte Overconfidence-Bias abziehen“) vermeiden, muss die Steigerung von Marktanteilen signifikanter und durch einen entsprechenden Maßnahmenplan plausibel ausgearbeitet werden. Geschieht das nicht, wird man davon ausgehen können, dass der potentielle Käufer eine ihm hoch erscheinende Zahl fast „reflexartig“ mit einem „Sicherheitsabschlag“ heruntersetzen wird.

Unsere ALLERT & Co.-Sichtweise: Kalkulieren Sie immer plausibel, aber auch „open minded“. Eine vornehme Zurückhaltung wird sich vor dem Hintergrund, dass auch Ihr Gegenüber etwas über die oben erläuterte Selbstüberschätzung weiß, nicht grundsätzlich auszahlen. Denken Sie deshalb daran, dass ihr potenzieller Vertragspartner auch nur ein Mensch ist.

Wir unterstützen Sie gerne auch bei der Definition verschiedener Planungsszenarien und darin, diese im Sinne eines Verkaufsprozesses plausibel mit möglichen Investoren zu erörtern, um über Nachvollziehbarkeit und Glaubhaftigkeit gemeinsam das für Sie optimale Ergebnis in M&A-Transaktionen zu erreichen.

Lassen Sie uns die Studie mit einem Zitat und einem wichtigen Hinweis Daniel Kahnemanns abschließen, dem im Grunde nichts mehr hinzuzufügen ist:

„Die Illusion, dass wir die Vergangenheit verstanden haben, fördert unser übersteigertes Selbstbewusstsein bezüglich der Vorhersage der Zukunft.“]