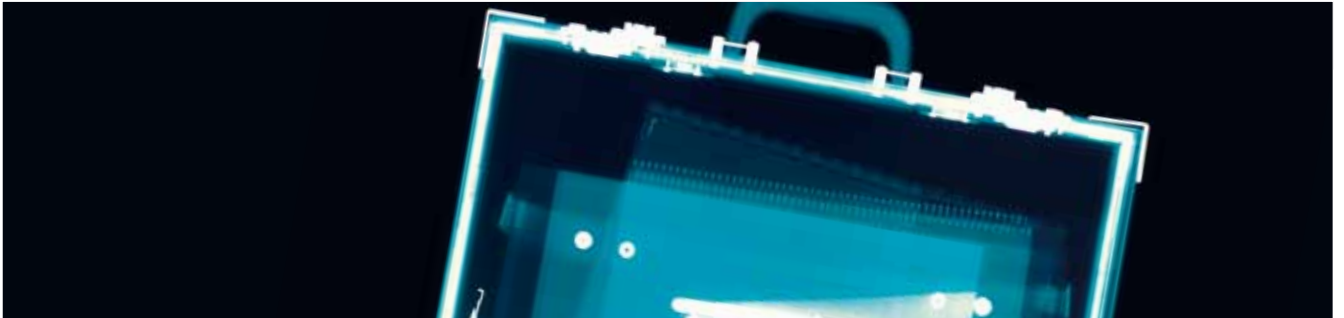


Standpunkt



**UNTERNEHMENSNACHFOLGE IM MITTELSTAND:
INVESTITIONSVERHALTEN, FINANZIERUNG UND UNTERNEHMENS-
ENTWICKLUNG**

Nr. 5, Juli 2010

Herausgeber
KfW Bankengruppe
Palmengartenstraße 5-9
60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431-0
Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Redaktion
KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Dr. Ljuba Haunschild
IfM Bonn
Telefon 0228 72997-29

Dr. Margarita Tchouvakhina
KfW Bankengruppe
Telefon 069 7431-8953

Dr. Arndt Werner
IfM Bonn
Telefon 0228 72997-44

ISSN 1869-5159

Frankfurt am Main, Juni 2010

UNTERNEHMENSNACHFOLGE IM MITTELSTAND:

Investitionsverhalten, Finanzierung und Unternehmensentwicklung

Jährlich stehen in Deutschland nach neuen Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn etwa 22.000 Unternehmen zur Übergabe an einen Nachfolger an. Wegen dieser großen Anzahl hat das Thema „Unternehmensnachfolge“ eine hohe und aufgrund des demografischen Wandels zunehmende volkswirtschaftliche Bedeutung. Dabei geht es um die Sicherung des Unternehmensbestandes und der damit verbundenen Arbeitsplätze und somit der Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Dieser Beitrag befasst sich vor dem Hintergrund der häufig diskutierten Finanzierungsrestriktionen von Unternehmensnachfolgern u. a. mit dem Investitionsverhalten von Unternehmen vor, während und nach der Übergabe an einen neuen Eigentümer, sowie mit dem Zugang zu Finanzierungen im Zuge der Nachfolgetransaktionen. Empirisch wird auf der Basis des KfW-Mittelstandspanels, eines repräsentativen Unternehmensdatensatzes, erstmals die These überprüft, ob Eigentümer von Unternehmen, die vor der Übergabe stehen, eine geringere Investitionsneigung haben als Unternehmen ohne dieses bevorstehende Ereignis (Investitionsstauhypothese). Außerdem wird der Zusammenhang zwischen der Übergabe und der darauf folgenden Unternehmensentwicklung untersucht. Die Analyse wird auf der Basis einer multivariaten Regressionsanalyse mit den Daten des KfW-Mittelstandspanels (Befragungswellen 2002 bis 2006) durchgeführt. Ein Ergebnis der Untersuchung ist, dass es vor einer Unternehmensübergabe zu einem Unterlassen von Investitionen durch die Alteigentümer kommt: Die Wahrscheinlichkeit, dass im Jahr vor der Übergabe investiert wird, fällt bei den Übernahmen deutlich niedriger aus als bei den Bestandsunternehmen. Ferner ist das Investitionsvolumen im Jahr vor der Übernahme im Schnitt signifikant geringer als bei investierenden Bestandsunternehmen. Nach dem Rückzug des Altunternehmers ziehen die Investitionen stark an. Dabei löst sich der vor der Übergabe aufgebaute Investitionsstau bereits im Jahr nach der erfolgten Übernahme weitgehend auf. Außerdem zeigen die Analysen, dass nach einer Unternehmensübergabe in der Regel eine Neuausrichtung des Unternehmens angestrebt wird. Dabei gelingt es dem Neueigentümer – bei gleichzeitigem Abbau von Personal – neue Wachstumsmöglichkeiten zu erschließen, was sich in höheren Umsatzwachstumsraten und optimistischeren Umsatz- und Renditeerwartungen widerspiegelt. Keine empirische Evidenz können die Analysen dafür liefern, dass Kreditinstitute im Fall einer Unternehmensübernahme in besonderem Maße zu Kreditablehnungen neigen.

Aus Sicht des Alteigentümers kann das Unterlassen von Investitionen vor der Unternehmensübergabe durchaus rational sein, insbesondere in Bezug auf langfristige Investitionsentscheidungen. Denn bei langfristigen Investitionen kann er nicht sicher sein, dass der Übernehmer die gleichen Erwartungen bezüglich der künftigen Erträge aus der Investition hegt und dies bei seiner Bewertung des Unternehmens und somit im Kaufpreis in gleicher Weise wie der Alteigentümer honoriert. Investitionen gelten jedoch als eine wesentliche Voraussetzung für das Wachstum von Unternehmen, sodass bei einer verminderten Investitionstätigkeit – über einen längeren Zeitraum – Wachstum und Ertragskraft des Unternehmens geschwächt werden. Einzelwirtschaftlich hätte dies zur Folge, dass das Unternehmen keinen Käufer findet und liquidiert werden muss und damit auch die daran gebundenen Arbeitsplätze zum Teil verloren gehen. Dies hätte auch negative gesamtwirtschaftliche Auswirkungen, die bei einer Fortführung der Investitionstätigkeit vermeidbar wären. Positiv hervorzuheben ist, dass die neuen Eigentümer im Schnitt dem übernommenen Unternehmen neue Wachstumsmöglichkeiten erschließen. Dadurch können Übernahmen – ähnlich wie Neugründungen – zu einer Belebung des Wettbewerbs beitragen.

1. Einleitung

Die Übertragung des Eigentums an einem eigentümergeführten Unternehmen (Übergabe)¹ stellt für Altunternehmer i. d. R. ein einmaliges und einschneidendes Ereignis dar. Dies ist nicht nur eine Entscheidung, für die der Alteigentümer kein Erfahrungswissen wie bei wiederholbaren Routinen sammeln konnte, sie ist auch meist irreversibel und geht einher mit dem Rückzug aus einer Lebensaufgabe. In der wissenschaftlichen Literatur wird die Übergabe von Unternehmen insbesondere im Rahmen des Generationenwechsels und damit der Nachfolgeregelung in Familienunternehmen thematisiert. Die Nachfolgeregelung stellt prinzipiell ein betriebswirtschaftliches Problem dar, das vom jeweiligen Unternehmer selbst zu lösen ist. Angesichts der hohen Zahl der betroffenen Unternehmen und der möglichen Verluste an Produktivvermögen und Arbeitsplätzen beim Scheitern von Übergaben ist das Übergabegeschehen auch von volkswirtschaftlicher Relevanz.² So schätzte das Institut für Mittelstandsforschung Bonn, dass jährlich etwa 22.000 Familienunternehmen zur Nachfolge anstehen und rund 287 Tsd. Beschäftigte davon betroffen sind.³ Ob eine Übergabe erfolgreich vollzogen werden kann und ob damit eine positive Entwicklung des Unternehmens ein-

¹ Eine Unternehmensübergabe ist hier definiert als eine Eigentumsübertragung. Die Änderung der Eigentumsverhältnisse führt nicht immer zwingend zu einem personellen Wechsel der Geschäftsführung (vgl. z. B. Klein 2003, S. 28).

² Dies erklärt auch das hohe Interesse der wirtschaftspolitischen Akteure und der Öffentlichkeit an Potenzialschätzungen für die Unternehmensnachfolge.

³ Vgl. Institut für Mittelstandsforschung Bonn 2010.

hergeht, hängt von der Attraktivität des Unternehmens und seiner Entwicklungspotenziale ab. Vielfach wird argumentiert, dass Altunternehmer in Anbetracht ihres voraussichtlichen Rückzugs aus dem Unternehmen eine verminderte Investitionsbereitschaft aufweisen und damit die Attraktivität ihres Unternehmens für potenzielle Übernehmer geschmälert ist. Die Übernehmer stehen dann vor der Aufgabe, das Unternehmen neu auszurichten, was mit erheblichen Investitionen verbunden ist. Dabei können Finanzierungsprobleme auftreten, die eine Durchführung des geplanten Investitionsprogramms behindern. Mit dem vorliegenden Beitrag wird vor diesem Hintergrund der Frage nachgegangen, ob sich die Unternehmen, die übergeben werden, vor, während und nach der Übergabe in Hinsicht auf Investitionen und Unternehmenswachstum unterschiedlich entwickeln. Geprüft wird die These, dass Eigentümer von Unternehmen, die vor der Übergabe stehen, eine geringere Investitionsneigung haben als Unternehmen ohne dieses bevorstehende Ereignis (*Investitionsstauhypothese*). Ferner wird die Hypothese geprüft, dass die Übernehmer durch die Neuausrichtung des Unternehmens gemäß ihrer eigenen Zielsetzung die Unternehmenspotenziale für die Zukunft mobilisieren und dadurch einen Wachstumsschub auslösen, wobei die unterlassenen Investitionen aus der Zeit vor der Übergabe nachgeholt werden (*Wachstumsimpulshypothese*). Darüber hinaus wird geprüft, ob sich der Eigentümerwechsel und die daraus folgenden Veränderungen im Unternehmen negativ auf die Kreditfinanzierungsmöglichkeiten des übernommenen Unternehmens bei Banken auswirken (Hypothese des *finanzierungsbedingten Investitionsverzichts* der Übernehmer).

2. Konzeptioneller Rahmen

Ob eine Transaktion von Eigentums- und Leitungsrechten als Übergabe oder Übernahme bezeichnet wird, richtet sich danach, aus welchem Blickwinkel der Wechsel der Eigentums- und Leitungsrechte betrachtet wird. Ökonomisch betrachtet kann die Übergabe aus Sicht des Altunternehmers als Freisetzung des gesamten im Unternehmen gebundenen Sach-, Finanz- und immateriellen Vermögens und Überführung in Privatvermögen verstanden werden (Desinvestition). Aus Sicht der Übernehmer stellt die Transaktion eine Investition in zukünftige Erträge aus unternehmerischer Tätigkeit dar. Im Folgenden werden die Termini Übergabe und Übernahme nur dann unterschieden, wenn der Zeitraum vor oder nach dem Transaktionszeitpunkt betrachtet wird.

Den konzeptionellen Rahmen der Analyse bilden die Ansätze der Investitions- und Finanztheorie unter Unsicherheit. Es wird der Transaktionskostenansatz⁴ herangezogen, der von

⁴ Vgl. Williamson 1998, S. 568 ff.

den Annahmen der begrenzten Rationalität⁵ und opportunistischem Verhalten der Marktteilnehmer bei asymmetrischer Informationsverteilung⁶ ausgeht. Informationsasymmetrie liegt zum einen bei der Transaktion Übergabe zwischen Übergeber und Übernehmer vor, da der Alteigentümer immer einen Informationsvorsprung gegenüber dem Übernehmer hat. Diese kann die Kaufpreisfindung beeinträchtigen.⁷ Zum anderen liegen Informationsasymmetrien bei der klassischen Prinzipal-Agenten-Konstellation des Übernehmers und seinen potenziellen Finanzierungspartnern vor, da der Investor immer einen Informationsvorsprung gegenüber dem Fremdfinancier hat.⁸

Die klassische Investitions- und Finanzierungstheorie fußt auf den Annahmen des rational handelnden Menschen mit dem Ziel der Maximierung des Erwartungsnutzens.⁹ Die Entscheidungen weisen somit keine emotional oder kognitiv begründeten Bewertungsverzerrungen auf und basieren auf einer stabilen Nutzenfunktion. Unter realitätsnahen Annahmen einer beschränkten Rationalität und psychologischer Effekte, wie sie z.B. in dem Behavioral Finance-Ansatz berücksichtigt werden, lässt sich auch das Entscheidungsverhalten von Alteigentümern, das sich aus den klassischen Theorieansätzen mit strenger Rationalitätsannahme und rein monetärer Zielsetzung der Handelnden nicht begründen lässt, erklären.¹⁰ Danach sind für die Investitionsentscheidungen vor der Übergabe insbesondere sunk cost von Bedeutung.¹¹ So könnte eine in naher Zukunft anstehende Übernahme den Altunternehmer dazu veranlassen, geringere Investitionsaktivitäten zu entfalten als das ohne dieses Ereignis der Fall wäre, weil sein Planungshorizont für Investitionsentscheidungen auf den Desinvestitionszeitpunkt verkürzt ist. Der Altunternehmer könnte daher eine Aversion haben, langfristige Investitionsentscheidungen kurz vor der Übergabe zu treffen.¹² Bei langfristigen Investitionen kann er nicht sicher sein, dass der Übernehmer die gleichen Erwartungen bezüglich der künftigen Erträge aus der Investition hegt und dies bei seiner Bewertung des Unternehmens in gleicher Weise wie der Altunternehmer honoriert.

Auch können nach der Investition in dem Zeitraum bis zum Übergabezeitpunkt weitere Informationen verfügbar sein, die anzeigen, dass die prognostizierte Ertragsentwicklung ungünstiger ist als zum Investitionsentscheidungszeitpunkt erwartet, womit sich der Ertragswert

⁵ Vgl. Richter / Furubotn 1996, S. 180 f.

⁶ Vgl. Spremann 1990, S. 561 ff.

⁷ Vgl. Wolter 2008, S. 23.

⁸ Vgl. Stiglitz / Weiss 1981.

⁹ Vgl. Schäfer / Vater 2002.

¹⁰ Für einen Überblick siehe z. B. Behavioral Finance Group 2000; Schäfer / Vater 2002.

¹¹ Vgl. Goldberg / Nitzsch 2000, S. 94 ff.

¹² Vgl. Stiglbauer / Weiss 2000.

des Unternehmens vermindert. Vom Übernehmer nicht honorierte Investitionskosten wirken sich für den Altunternehmer als sunk cost aus, die den Erlös aus der Unternehmensübergabe schmälern. Der Aufschub der Investitionsentscheidung könnte für den Alteigentümer vorteilhaft sein, weil bei ungünstiger Ertragsentwicklung bzw. abweichender Ertragsschätzung des Übernehmers keine verlorenen Kosten angefallen sind. Der Wert des Aufschubs ist dann gegen die Einbuße beim Ertragswert des Unternehmens aufzurechnen, die daraus resultiert, dass die Investition unterblieben ist. In diesem Falle ist ein negativer Zusammenhang zwischen einer bevorstehenden Übergabe und den Investitionsaktivitäten zu vermuten. Dieses Phänomen wird in der Literatur in Anlehnung an das so genannte "Shadow of Death"-Phänomen bei Unternehmensliquidationen¹³ als "Shadow of Succession"¹⁴ bezeichnet.

Da unterlassene Investitionen den Unternehmenswert mindern, könnte andererseits eine bevorstehende Übergabe den Altunternehmer aber auch zu einer gesteigerten Investitionstätigkeit motivieren, um das Unternehmen attraktiver für potenzielle Übernehmer zu machen¹⁵ und den Erlös aus der Übergabe zu steigern. Hier ist denkbar, dass es sich dabei insbesondere um solche Investitionen handeln könnte, die nur kurzfristig den Wert des Unternehmens zum Übergabezeitpunkt steigern. Das Verhalten, den Unternehmenswert vor einem Stichtag zu Gunsten des Alteigentümers zu verbessern, könnte auch rein opportunistischer Natur sein und ließe sich dann in Anlehnung an ähnliche Verhaltensweisen institutioneller Anleger in etwa mit dem dort gebräuchlichen Begriff "Window Dressing" oder "Die Braut schön machen" umschreiben. In diesem Fall ist ein positiver Zusammenhang zwischen einer bevorstehenden Übergabe und der Investitionstätigkeit zu vermuten.

Investitionen gelten als eine wesentliche Voraussetzung für das Wachstum von Unternehmen, sodass bei einer verminderten Investitionsbereitschaft ein negativer, bei einer erhöhten Investitionsbereitschaft ein positiver Einfluss auf das Unternehmenswachstum vor der Übergabe zu vermuten ist.

Im Regelfall, nämlich der Fortführung des Unternehmens¹⁶ unter neuen Eignern, beeinflusst die Investitionstätigkeit des Alteigentümers auch die Investitionserfordernisse der neuen Eigentümer. Im Rahmen der Neuausrichtung des Unternehmens muss der Übernehmer die Voraussetzungen durch (neue) Investitionen schaffen ("Modernisierungsfalle")¹⁷. In diesem

¹³ Vgl. Griliches / Regev 1995; Almus 2003, 2004; Kiyota / Takizawa 2006.

¹⁴ Vgl. Kimhi / Kislev / Arbel 1995; Diwisch / Voithofer / Weiss 2009.

¹⁵ Vgl. Kimhi 1995.

¹⁶ Übernahmen, deren Ziel die Verwertung des Unternehmens durch Liquidation ist, werden hier nicht betrachtet.

¹⁷ Letmathe / Hill 2006, S. 1124 f.

Fall ist zu vermuten, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Übergabe und der Investitionstätigkeit des neuen Unternehmers besteht. Allerdings könnte unter Prinzipal-Agenten-Gesichtspunkten die Informationsasymmetrie zwischen potenziellen Finanziers und dem Übernehmer größer sein als bei Eigentümerkontinuität. Die Neuausrichtung des Unternehmens zur Mobilisierung der Unternehmenspotenziale und die personengebundenen Risiken des Übernehmers könnten als Bruch in der Unternehmenskontinuität ein schlechteres Rating bewirken,¹⁸ sodass übergebene Unternehmen von größeren Finanzierungsproblemen betroffen wären als nicht übergebene Unternehmen. Bestehen Finanzierungsrestriktionen, z. B. weil bereits die Finanzierung der Unternehmensübernahme die finanziellen Möglichkeiten des neuen Eigentümers voll ausschöpft, könnte der Übernehmer selbst zur Zurückstellung von Investitionen auf Grund von Finanzierungsproblemen gezwungen sein. In diesem Fall ist zu vermuten, dass nach der Übernahme eine finanzierungsbedingt geringere Investitionstätigkeit der Übernehmer besteht als bei Unternehmen ohne Eigentümerwechsel.

Da Investitionen eine Determinante für die Unternehmensentwicklung sind, wirkt sich sowohl die Investitionstätigkeit der Alteigentümer vor der Übergabe (unterlassene Investitionen) als auch die Investitionstätigkeit der Übernehmer nach der Übergabe (strategische Investitionen) auf die längerfristige Entwicklung des Unternehmens aus. Dabei kann vermutet werden, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Übergabe und der Investitionstätigkeit des neuen Unternehmens sich positiv auf die Unternehmensperformance auswirkt, da dieses in der Regel mit einer Neuausrichtung nach der Übergabe einhergeht.

3. Ergebnisse empirischer Studien

Obwohl es eine Fülle von Forschungsarbeiten zum Themenkomplex Unternehmensnachfolge gibt, fokussieren die meisten die Einflussfaktoren und den Gestaltungsraum der Planungs- und Entscheidungsprozesse für die Übergabe¹⁹ und nur wenige das Investitionsverhalten vor einer bevorstehenden Übergabe und die daraus folgende Unternehmensentwicklung unter neuer Eigentümerschaft und Leitung. Zwar werden die Hypothesen zum Investitionsverhalten der Alteigentümer in der Literatur zum Übernahmegeschehen häufig zur Erklärung der Investitionstätigkeit und der Entwicklung der Unternehmen nach der Übergabe oder zur Erklärung einer fehlgeschlagenen Übergabe herangezogen,²⁰ die empirischen Kenntnisse über das Investitionsverhalten der Alteigentümer und der dadurch notwendigen Neuausrichtung nach der Übergabe sind jedoch sehr gering. Die meisten Untersuchungen sind de-

¹⁸ Kramer 2005, S. 31; Moog / Felden 2009, S. 141.

¹⁹ Insbesondere sind es steuerliche, rechtliche, finanzierungstechnische und persönliche Aspekte der verschiedenen Formen der Übergabe, die in der Literatur behandelt werden.

²⁰ Vgl. z. B. Liebermann 2003.

skriptiver Art und beschränken sich auf bivariate Analysemethoden²¹. Empirische Studien auf der Basis von Schätzmodellen sind hingegen rar. So kommen Diwisch und Weiss (2007) in ihrer Auswertung der vorhandenen empirischen Literatur²² zum Thema Nachfolge und Unternehmensperformance zu dem Ergebnis, dass im Wesentlichen drei Forschungsansätze zur Analyse des Zusammenhangs einer Übernahme und der Unternehmensperformance unterschieden werden können:

- Arbeiten zum Zusammenhang zwischen unterschiedlichen Nachfolgeformen und der Unternehmensentwicklung nach der Übergabe,
- Arbeiten zur Abhängigkeit der Unternehmensentwicklung vom Managementtypus und
- Arbeiten zum Einfluss einer Nachfolge auf die Unternehmensentwicklung im Vergleich zu Unternehmen ohne das Merkmal Nachfolge.

Für die zu untersuchende Fragestellung ist insbesondere der letztgenannte Ansatz relevant. Hier sind die Forschungsergebnisse uneinheitlich. Kimhi et. al. (1995), Weiss (1999), Diwisch / Weiss (2006) und Diwisch / Voithofer / Weiss (2009) kommen zu dem Ergebnis, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Übergabe und der darauf folgenden Unternehmensentwicklung besteht. Cucculelli / Micucci (2006) diagnostizieren hingegen einen negativen Zusammenhang. Insgesamt ist festzustellen, dass die unterschiedlichen Forschungsansätze, die unterschiedlichen Datensätze und verwendeten Performancekennzahlen, die untersuchten Regionen, Branchen und Übergabeformen sowie die jeweils betrachtete Referenzsituation keine verallgemeinerungsfähigen Schlussfolgerungen zulassen. Es besteht daher weiterer Forschungsbedarf.

In dem vorliegenden Beitrag wird daher der Frage nachgegangen, ob eine bevorstehende Übergabe einen positiven (*Investitionsschubhypothese*) oder negativen (*Investitionsstauhypothese*) Effekt auf die Investitionsentscheidungen der Altunternehmer ausübt. Ferner wird untersucht, ob sich die Entwicklung des übergebenen Unternehmens, gemessen am Umsatz und an der Beschäftigung, nach der Übergabe signifikant von der Entwicklung der Unternehmen ohne dieses Ereignis unterscheidet (*Wachstumsimpulshypothese*). Einleitend wird

²¹ Vgl. z. B. Schröder / Freund 1995, 1999; Regionomica 2000; Freund 2002; Isfan 2002; Kayser / Freund 2004; Kerkhoff et.al. 2004; Zürcher Kantonalbank 2005; Schröder / Kayser 2006; L-Bank 2006; Freistaat Sachsen 2006; Bloom / van Reenen 2006; Freund / Kayser 2007; Bennedsen et.al. 2007; KMU Forschung Austria 2008; Wolff & Häcker Finanzconsulting AG / Ebner Stolz Mönning Unternehmensberatung GmbH 2008; Schlömer / Gude / Kay 2008; Schlömer / Kay 2008; Kay / Wal-lau / Schlömer 2009.

²² Zur systematischen Darstellung der empirischen Literatur siehe Diwisch / Weiss 2006, S. 11 f.

zunächst auf die Frage eingegangen, in welchen Merkmalen sich Übernahmen von Bestandsunternehmen überhaupt unterscheiden.

4. Empirische Analyse

4.1 Beschreibung der Datengrundlage

Die empirische Untersuchung basiert auf dem Datensatz des KfW-Mittelstandspanels, der dem IfM Bonn von der KfW Bankengruppe im Rahmen einer Forschungs Kooperation zur Verfügung gestellt wurde.²³ Paneldaten zeichnen sich durch die Verknüpfungsmöglichkeit der Daten verschiedener Befragungszeitpunkte aus und bieten den Vorteil, dass die Informationen nicht durch die Wahrnehmungsunterschiede, die sich zwischen einer zeitnaher Befragung und einer einmaligen Befragung aus der Retrospektive ergeben können, verzerrt sind. Datengrundlage für die folgende Untersuchung sind die Befragungswellen aus den Jahren 2002 bis 2006. Ausgangspunkt der statistischen Untersuchungen ist die Befragungswelle des Übernahmejahres ($t_{\bar{u}}$). An diese Welle wurden Angaben aus anderen Befragungswellen – falls vorhanden – angeknüpft. Zudem wurden zu Vergleichszwecken solche Unternehmen aufgenommen, die nicht übernommen worden sind (im Folgenden als Bestandsunternehmen bezeichnet). Der Zeitraum der statistischen Analyse erstreckt sich auf ein *Jahr vor und bis zu zwei Jahre nach der Übergabe* ($t_{\bar{u}-1}$ bis $t_{\bar{u}+2}$). Da nur kleine und mittlere Unternehmen Untersuchungsgegenstand sind, wurden Unternehmen mit 50 Mio. EUR Umsatz und mehr sowie Unternehmen mit 500 und mehr Beschäftigten aus dem Datensatz gelöscht. Zwei Einschränkungen in Bezug auf die Datenquelle müssen bei der Ergebnisinterpretation berücksichtigt werden: Zum einen erfasst der Datensatz nur die *erfolgreich realisierten* Unternehmensübernahmen. Informationen über die geplanten jedoch nicht erfolgten Übernahmen liegen nicht vor. Daher sind Analysen der Scheiternsursachen einer Unternehmensnachfolge nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Zum anderen wurden für jedes der befragten Unternehmen nur einmal relevante Informationen zur Übernahme erhoben, welche für die vorliegende Untersuchung von Bedeutung sind. Diese Informationen wurden im Rahmen einer Erstbefragung erhoben, d. h. zum Zeitpunkt der Aufnahme der befragten Unternehmen in das Panel. Aus diesem Grund können beispielsweise keine belastbaren Aussagen zur tatsächlichen Anzahl erfolgreicher Übernahmen in der jeweiligen Betrachtungsperiode getroffen werden.

²³ Näheres zu den Zielen und Aufbau des KfW-Mittelstandspanels siehe http://www.kfw.de/DE_Home/Research/Forschungsergebnisse_und_Datensaetze/KfW-Mittel12/index.jsp.

4.2 Operationalisierung der Variablen

Als *Übernahme* in der vorliegenden Analyse wird ein Unternehmen definiert, das 2002 oder später übernommen und vor 2001 gegründet wurde. Damit wird gewährleistet, dass Übernahme- und keine Gründungseffekte analysiert werden. Als *Bestandsunternehmen* wird ein Unternehmen definiert, das vor 1999 übernommen oder, falls das Übernahmejahr nicht bekannt ist, vor 2001 gegründet und nicht übernommen wurde. Insgesamt befinden sich 520 Übernahmen und 14.752 Bestandsunternehmen im Datensatz. Zur Messung der Unternehmensentwicklung (weiter als „*Erfolgsfaktoren*“) wurden die Angaben der Unternehmen zum Umsatz, zur Beschäftigung und zur Investitionstätigkeit aufbereitet. Untersucht wurden im Einzelnen:

- (1) die Investitionswahrscheinlichkeit (eine binäre Variable, die den Wert "1" annimmt, wenn investiert wurde), das Investitionsvolumen (in EUR) und die Investitionswachstumsraten (in Prozent);
- (2) der Beschäftigungsbestand (in Anzahl der Mitarbeiter) und die Beschäftigungswachstumsraten (in Prozent);
- (3) das Umsatzvolumen (in EUR) und die Umsatzwachstumsraten (in Prozent).
- (4) Des Weiteren stehen mit der Umsatz- und Renditeerwartung Angaben aus zwei weiteren subjektiven Erfolgskennziffern zur Verfügung, allerdings nur für das Übernahmejahr.²⁴ Schließlich wurden Angaben zum
- (5) Kreditvergabeverhalten der Banken und zum
- (6) Investitionsverhalten in die Untersuchung aufgenommen. Angaben zu diesen Variablen existieren in der Regel für den Übernahmzeitpunkt, für ein Jahr vor und für bis zu zwei Jahre nach der Übergabe. Die Unternehmen wurden gebeten, sich zur Finanzierung ihrer Investitionen zu äußern, wobei die folgenden Antwortmöglichkeiten vorgegeben waren:
 - Das Unternehmen hat keine Investitionen im Befragungszeitraum getätigt;
 - Das Unternehmen hat Investitionen im Befragungszeitraum getätigt, aber diese ohne vorherige Verhandlung mit bzw. Beteiligung von Banken durchgeführt;

²⁴ Die Unternehmen wurden hier um eine Einschätzung gebeten, ob der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr steigen, gleich bleiben oder sinken wird bzw. ob sich die Ertragslage im Vergleich zum Vorjahr verbessern, gleich bleiben oder verschlechtern wird.

- Das Unternehmen hat Investitionen getätigt, ein entsprechendes Kreditangebot von der Bank wurde jedoch nach Verhandlungen von dem Unternehmen abgelehnt;
- Das Unternehmen hat Investitionen getätigt, und zwar ohne eine Bankfinanzierung, da die Bank trotz Verhandlungen kein Kreditangebot vorgelegt hat;
- Das Unternehmen hat mit Unterstützung eines Bankkredites alle Investitionen getätigt.

Das Investitionsverhalten der Inhaber wurde mit der Frage erfasst, ob die Unternehmen im Beobachtungszeitraum wie geplant oder weniger als geplant investiert haben. Zu beachten ist, dass für die statistische Analyse zum Finanzierungsverhalten der übernommenen Unternehmen nur Angaben aus dem Übergabegahr und – mit Einschränkungen – aus dem ersten Jahr nach der Übergabe verwendet werden können.

Aus der Literatur lassen sich eine Reihe wichtiger Indikatoren ableiten, welche die Investitionen, den Umsatz und die Beschäftigung sowie die Bonität des Unternehmens beeinflussen. Im konkreten Fall ist bei der Einbeziehung relevanter *Kontrollvariablen* jedoch zu berücksichtigen, dass für eine Nachfolgestudie nicht alle wünschenswerten Informationen im Panel zur Verfügung stehen. Dies betrifft insbesondere Informationen für das Jahr vor der Übergabe und hier insbesondere Informationen zur Person des Altinhabers. Auch konnte für das Jahr vor der Übergabe nur auf unternehmensbezogene Faktoren zurückgegriffen werden, wenn es sich um so genannte zeitinvariante Faktoren handelt. Zeitinvariante (zeitkonstante) Einflussfaktoren zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich in (kürzeren) Zeitverläufen nicht oder nur sehr geringfügig verändern. Um dennoch eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, wurde für die gesamte Analyse der Erfolgsverläufe zu allen Zeitpunkten mit dem gleichen Satz zeitinvarianter Variablen gerechnet. Im Einzelnen handelt es sich bei den Kontrollvariablen um das Alter des Unternehmens, die Mitarbeiterzahl, den Standort, den Internationalisierungsgrad, die Branchen und das Befragungsjahr.²⁵

4.3 Ergebnisse der deskriptiven Analyse

Die Ergebnisse der deskriptiven Analyse zeigen, dass übernommene Unternehmen in der Regel älter und kleiner als Bestandsunternehmen sind und finden eher in Westdeutschland statt. Hinsichtlich ihrer Branchenzugehörigkeit zählen Übernahmen eher zum Einzelhandel als zur Baubranche oder dem Verarbeitenden Gewerbe und sie wiesen einen geringeren Internationalisierungsgrad (bedingt durch Branchenzugehörigkeit) als Bestandsunternehmen auf (vgl. Tabelle 1).

²⁵ Alle Variablen, die in der statistischen Analyse Verwendung finden, werden im Detail in Tabelle A1 im Anhang beschrieben.

Tabelle 1: Charakteristika von Übernahmen und Bestandsunternehmen

Charakteristika (in t_{it})	Bivariate Unterschiede zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen		
	Übernahmen	Bestandsunternehmen	Signifikanzniveau
Unternehmensalter (Jahre)	42,5 Jahre	31,4 Jahre	***
Standort (Ost)	26,1 %	41,0 %	***
Internationalisierungsgrad ^a	12,0 %	18,0 %	**
Baubranche	12,8 %	18,1 %	**
Einzelhandel	35,3 %	22,3 %	***
Großhandel	5,8 %	6,0 %	ns
Dienstleistungen	23,7 %	25,2 %	ns
Sonstige Branche	12,2 %	14,8 %	ns

^a Auslandsumsatz mindestens 10 %. * / ** / *** signifikant auf dem 10 % / 5 % / 1 %-Niveau, ns = nicht signifikant.

Quelle: KfW Mittelstandspanel

Die Ergebnisse der deskriptiven Analyse zeigen außerdem, dass ein Jahr vor der Übernahme die Investitionswahrscheinlichkeit bei den Übernahmen tendenziell geringer ausgeprägt ist, und auch im Bezug auf das Investitionsvolumen schneiden die Übernahmen im Vergleich zu den Bestandsunternehmen ein Jahr vor der Übernahme schlechter ab. Bereits im Übernahmejahr weisen jedoch übernommene Unternehmen eine signifikant höhere Wahrscheinlichkeit auf, in das Unternehmen zu investieren. Allerdings werden hier auch mit dem Unternehmenskauf verbundene Investitionskosten mitgemessen, daher ist dieses Ergebnis nur mit Einschränkungen zu interpretieren. Dagegen haben die Übernahmen in den folgenden zwei Jahren nicht mehr signifikant niedrigere Investitionsvolumina im Vergleich zu Bestandsunternehmen (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Investitionswahrscheinlichkeit und -volumen von Übernahmen und Bestandsunternehmen

Investitionswahrscheinlichkeit (1=ja / 0=nein)	Bivariate Unterschiede zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen		
	Übernahmen	Bestandsunternehmen	Signifikanzniveau
Investitionswahrscheinlichkeit (in t_{0-1})	42,9 %	58,5 %	ns
Investitionswahrscheinlichkeit (in t_0)	74,3 %	60,4 %	***
Investitionswahrscheinlichkeit (in t_{0+1})	63,3 %	56,5 %	ns
Investitionswahrscheinlichkeit (in t_{0+2})	51,1 %	59,0 %	ns
Investitionsvolumen (in 1.000 EUR) ^a			
Investitionsvolumen (in t_{0-1})	145 TSD EUR	275 TSD EUR	***
Investitionsvolumen (in t_0)	288 TSD EUR	338 TSD EUR	ns
Investitionsvolumen (in t_{0+1})	376 TSD EUR	304 TSD EUR	ns

^a nur investierende Unternehmen. * / ** / *** signifikant auf dem 10 % / 5 % / 1 %-Niveau, ns = nicht signifikant.

Quelle: KfW Mittelstandspanel

In Bezug auf die Beschäftigungsentwicklung lässt sich feststellen, dass Übernahmen im Vergleich zu Bestandsunternehmen geringere Beschäftigungswachstumsraten aufweisen.²⁶ Eine andere Tendenz lässt sich dagegen für die Umsatzentwicklung beobachten. Mit Blick auf die Umsatzwachstumsrate kann festgestellt werden, dass Übernahmen zwischen dem Übernahmejahr und den darauf folgenden ein bis zwei Jahren schneller wachsen als Bestandsunternehmen (vgl. Tabelle 3).²⁷

²⁶ Auch in Bezug auf den Beschäftigungsstand, der hier nicht abgebildet wurde, lässt sich feststellen, dass Übernahmen vor, während und nach dem Übergabezeitpunkt signifikant weniger Beschäftigte aufweisen.

²⁷ Zu beachten ist, dass aufgrund der Dynamik der Umsatzentwicklung, welche deutlich stärker ausfällt als die der Beschäftigtenentwicklung, logarithmisierte Wachstumsraten Verwendung finden.

Tabelle 3: Beschäftigung- und Umsatzentwicklung sowie Einschätzung der zukünftigen Umsatz- und Renditeentwicklungen von Übernahmen und Bestandsunternehmen

Beschäftigungswachstum (in Raten)	Bivariate Unterschiede zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen		
	Übernahmen	Bestandsunternehmen	Signifikanzniveau
Beschäftigungswachstum ($t_{\bar{u}}/t_{\bar{u}-1}$)	1,02	1,08	**
Beschäftigungswachstum ($t_{\bar{u}+1}/t_{\bar{u}}$)	1,03	1,07	*
Beschäftigungswachstum ($t_{\bar{u}+2}/t_{\bar{u}}$)	1,05	1,12	**
Umsatzwachstum (in Log Raten)			
Umsatzwachstum ($t_{\bar{u}}/t_{\bar{u}-1}$)	0,03	0,03	ns
Umsatzwachstum ($t_{\bar{u}+1}/t_{\bar{u}}$)	0,18	0,01	**
Umsatzwachstum ($t_{\bar{u}+2}/t_{\bar{u}}$)	0,21	0,05	*

* / ** / *** signifikant auf dem 10 % / 5 % / 1 %-Niveau, ns = nicht signifikant.

Quelle: KfW Mittelstandspanel

Schließlich kann festgestellt werden, dass Übernahmen in der Einschätzung der zukünftigen Umsatz- als auch Renditeerwartungen besser abschneiden als Bestandsunternehmen. In Bezug auf die betrachteten weiteren Finanzierungsaspekte kann festgehalten werden, dass Übernahmen signifikant häufiger angeben, weniger investiert zu haben als ursprünglich geplant. Ob aber ein „bankeninduziertes“ Finanzierungsproblem, d. h. höhere Ablehnungswahrscheinlichkeit eines Kreditantrages seitens einer Bank – für diesen Befund verantwortlich ist, lässt sich im Rahmen der vorliegenden deskriptiven Auswertungen nicht bestätigen. Sowohl 15 % der Übernahmen als auch 15 % der Bestandsunternehmen gaben solche „bankeninduzierten“ Probleme bei der Finanzierung der (geplanten) Investitionen an (Tabelle 4).

Tabelle 4: Geschäftserwartungen und weitere Finanzierungsaspekte

Einschätzung der zukünftigen Umsatz- und Renditeentwicklung (gemessen in $t_{\bar{u}}$)	Bivariate Unterschiede zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen		
	Übernahmen	Bestandsunternehmen	Signifikanzniveau
Umsatzentwicklung	41,3 %	30,6 %	***
Renditeentwicklung	35,2 %	26,6 %	***
Weitere Finanzierungsaspekte (gemessen in $t_{\bar{u}}$)			
Weniger investiert als geplant	28,4 %	22,2 %	*
Finanzierungsprobleme (Bank)	15,1 %	15,3 %	ns

* / ** / *** signifikant auf dem 10 % / 5 % / 1 %-Niveau, ns = nicht signifikant.

Quelle: KfW Mittelstandspanel

4.4 Zwischenfazit

Fasst man die deskriptiven Ergebnisse zusammen, lässt sich *erstens* festhalten, dass es charakteristische Unterschiede zwischen Übernahme- und Bestandsunternehmen gibt: So sind Übernahmen in der Regel älter und kleiner und finden eher in Westdeutschland statt. Außerdem weisen übernommene Unternehmen einen geringeren Internationalisierungsgrad als Bestandsunternehmen auf und zählen in Bezug auf ihre Branchenzugehörigkeit eher zum Einzelhandel als zur Baubranche oder dem Verarbeitenden Gewerbe. *Zweitens*, kommt es bei den Übernahmen ein Jahr vor der Übernahme zu einem Unterlassen von Betriebsinvestitionen, vermutlich weil die Erträge solcher Investitionen nach der Unternehmensübergabe dem ehemaligen Inhaber nicht mehr voll zufließen (*Investitionsstauhypothese*) und daher die Investitionsbereitschaft des Alteigentümers sinkt. Nach Übergabe des Unternehmens scheint, *drittens*, der neue Inhaber eine Neuausrichtung des Unternehmens anzustreben. Bei gleichzeitigem Abbau von Personal scheint es dem Übernehmer zu gelingen, neue Wachstumsmöglichkeiten zu erschließen, was durch die höheren Umsatzwachstumsraten und durch die besseren Geschäftserwartungen widerspiegelt wird. Wie bereits erläutert, können sowohl die Auflösung des Investitionsstaus als auch die Verfolgung neuer Wachstumsziele durch den Übernehmer nach vollzogener Übergabe zu einer Veränderung der finanziellen Situation (Rentabilität) des Unternehmens führen. Die deskriptive Analyse deutet in diesem Zusammenhang darauf hin, dass übernommene Unternehmen im Vergleich zu den Bestandsunternehmen zumindest im Übergabegahr weniger investiert haben als geplant. Dieser Verzicht auf Investitionen wird jedoch nicht durch besonders hohe Ablehnungen von Kreditwünschen seitens der Banken bestimmt. Investitionspläne werden tendenziell aufgrund der nicht-bankinduzierten Unsicherheiten im Übernahmehahr revidiert. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Interpretation der deskriptiven Ergebnisse zunächst nur erste Hinweise liefern kann. Die Aussagekraft deskriptiver Ergebnisse ist insofern eingeschränkt, als dabei Effekte und Korrelationen zwischen anderen möglichen Erklärungsfaktoren nicht berücksichtigt werden. Vor diesem Hintergrund werden diese Befunde daher der Überprüfung der Gültigkeit im Rahmen multivariater Analysen unterzogen und vertieft, um somit simultan die verschiedenen Bestimmungsfaktoren – und deren Einflussstärken – zu ermitteln.

4.5 Ergebnisse der multivariaten Analyse

Tabelle 5 gibt die Ergebnisse der multivariaten Analyse zur Bestimmung der Investitionswahrscheinlichkeit, des Investitionsvolumens, des Umsatzvolumens und des Mitarbeiterbestandes ein Jahr vor und bis zu zwei Jahre nach der Übergabe wieder. Die hier interessierende Variable ist die Übernahmevariable, welche den Wert "1" annimmt, falls eine Übernahme im Beobachtungszeitraum stattfand, und den Wert "0", falls dies nicht der Fall war. Die Ergebnisse der Kontrollvariablen werden der Übersicht halber nicht explizit ausgewiesen.

Der Effekt der Übernahmevariable wird zudem als Marginaleffekt wiedergegeben, d. h. es wird dargestellt, wie sich die Investitionswahrscheinlichkeit verändert, wenn die Übernahmevariable den Wert „1“ annimmt.²⁸ Die Tabelle 5 gibt somit Auskunft, wie sich die verschiedenen Kennziffern verändern, wenn ein Unternehmen übernommen wird. Beispiel: Für die Kennziffer *Investitionswahrscheinlichkeit* beträgt der Übernahmekoeffizient ein Jahr vor der Übernahme -28,8* und im Übernahmejahr +12,2**. Das bedeutet, dass – bereinigt vom Einfluss der übrigen unabhängigen Variablen – Übernahmen ein Jahr vor dem Übernahmezeitpunkt eine um 28,8 Prozentpunkte niedrigere Investitionswahrscheinlichkeit aufweisen. Übernahmen im Übergabearjahr verzeichnen dagegen eine um 12,2 Prozentpunkte höhere Investitionswahrscheinlichkeit als die Bestandsunternehmen. Die "Sternchen" deuten an, dass es sich hierbei nicht um zufällige, sondern um signifikante Unterschiede handelt. Die Koeffizienten der Übernahmevariable in den Schätzungen ein Jahr nach der Übergabe und zwei Jahre nach der Übergabe sind dagegen nicht signifikant. Mit anderen Worten, Übernahme- und Bestandsunternehmen unterscheiden sich in Bezug auf ihre Investitionswahrscheinlichkeit ein und zwei Jahre nach der Übergabe nicht voneinander.

Tabelle 5: Regressionsergebnisse: Differenz von Investitionswahrscheinlichkeit, Investitionsvolumen, Umsatzvolumen und Beschäftigungsstand zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen

	Modell (t _ü -1)	Modell (t _ü)	Modell (t _ü +1)	Modell (t _ü +2)
<u>Investitionswahrscheinlichkeit</u> (in Prozent)				
Übernahme: (ja)	-28,8* (-2,06)	12,2** (4,33)	7,3 (1,09)	-4,3 (-0,57)
<u>Investitionsvolumen</u> (in 1.000 EUR)				
Übernahme: (ja)	-135* (-2,38)	66** (2,67)	61 (1,20)	-20 (-0,59)
<u>Umsatzvolumen</u> (in 1.000 EUR)				
Übernahme: (ja)	-827** (-3,04)	-992** (-4,51)	-266 (-0,54)	-532 (-1,02)

* $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; t-Werte in Klammern; Weitere kontrollierte Einflüsse: Unternehmensalter, Standort, Internationalisierungsgrad, Anzahl Mitarbeiter, Branche und Befragungsjahr. Anmerkung: Die Schätzkoeffizienten geben jeweils die Veränderung der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei diskreter Veränderung der Dummyvariable von 0 nach 1 für ein durchschnittliches Unternehmen an.

Ein ähnliches Muster ergibt sich, wenn man das *Investitionsvolumen* betrachtet. Übernahmen weisen im Vergleich zu Bestandsunternehmen ein Jahr vor der Übergabe ein im Schnitt um rund 135.000 EUR geringeres Investitionsvolumen auf. Im Übergabearjahr liegt das Investitionsvolumen der Übernahmen dagegen um knapp 66.000 EUR höher als bei Bestandsunternehmen.²⁹ In den beiden Jahren nach der Übernahme ist die Übernahmevariable nicht

²⁸ Die Methodik der multivariaten Analyse wird in Anhang 2 erläutert.

²⁹ Dabei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass die Höhe des Investitionsvolumens im Übernahmejahr durch Kaufpreiseffekte verzerrt sein könnte. Denn es ist nicht auszuschließen, dass manche Befragte

mehr signifikant. Das bedeutet, dass sich die beiden Unternehmenstypen in ihrem Investitionsverhalten in diesen Jahren nicht mehr voneinander unterscheiden. Betrachtet man die Beschäftigungswachstumsraten so zeigt sich, dass Übernahmen eine signifikant geringere Beschäftigungswachstumsrate aufweisen als Bestandsunternehmen (vgl. Tabelle 6). Vergleicht man zum Beispiel die Entwicklung zwischen dem Jahr vor der Übernahme und dem Übernahmejahr (Modell $t_{\bar{u}}/t_{\bar{u}-1}$), so ergibt sich für diesen Zeitraum eine um -4,46 Prozentpunkte geringere Beschäftigungswachstumsentwicklung. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich für die beiden Jahre nach der Übernahme feststellen. Ausgehend vom Übernahmejahr beträgt die Beschäftigungswachstumsrate ein Jahr nach der Übernahme (Modell $t_{\bar{u}+1}/t_{\bar{u}}$) -10,7 Prozentpunkte bzw. zwei Jahre nach der Übernahme (Modell $t_{\bar{u}+2}/t_{\bar{u}}$) 8,6 Prozentpunkte. Dabei erweist sich der Übernahmekoeffizient im letzten Modell allerdings als nicht signifikant von Null verschieden.

Tabelle 6: Regressionsergebnisse: Beschäftigungsentwicklung und Umsatzentwicklung

	Modell $t_{\bar{u}}/t_{\bar{u}-1}$	Modell $t_{\bar{u}+1}/t_{\bar{u}}$	Modell $t_{\bar{u}+2}/t_{\bar{u}}$
<u>Beschäftigungswachstumsraten</u>			
Übernahme: (ja)	-0,0446** (-2,58)	-0,107* (-1,96)	-0,0856 (-1,37)
<u>Umsatzwachstumsraten (logarithmiert)</u>			
Übernahme: (ja)	-0,00736 (-0,36)	0,145* (1,82)	0,208* (1,74)

* $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; t-Werte in Klammern; Weitere kontrollierte Einflüsse: Unternehmensalter, Standort, Internationalisierungsgrad, Anzahl Mitarbeiter, Branche und Befragungsjahr. Anmerkung: Die Schätzkoeffizienten geben jeweils die Veränderung der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei diskreter Veränderung der Dummyvariable von 0 nach 1 für ein durchschnittliches Unternehmen an.

Außerdem zeigen die multivariaten Berechnungen, dass Übernahmen im Vergleich zu den Bestandsunternehmen ein Jahr vor der Übernahme und im Übernahmejahr ein signifikant geringeres Umsatzvolumen aufweisen als Bestandsunternehmen. Der Effekt liegt bei knapp 830.000 EUR ein Jahr vor der Übernahme und bei rund 990.000 EUR im Übergabearbeitjahr (vgl. Tabelle 5). In den zwei Jahren nach der Übergabe unterscheiden sich die beiden hier betrachteten Unternehmenstypen allerdings nicht mehr im Umsatzvolumen. Übernahmen scheinen in diesen Jahren den übernahmeinduzierten Umsatzeinbruch wieder wettzumachen. Das bestätigen auch die Ergebnisse in Tabelle 6, die aufzeigen, dass Übernahmen im Vergleich zu Bestandsunternehmen in $t_{\bar{u}+1}/t_{\bar{u}}$ und $t_{\bar{u}+2}/t_{\bar{u}}$ eine signifikant höhere Umsatzwachstumsrate aufweisen.

die Übernahmefinanzierung als Investition aufgefasst haben könnten und dementsprechend den Kaufpreis für die Übernahme des Unternehmens in die Summe der Investitionen des Unternehmens eingerechnet haben. Dies würde dann eine Vermischung der Personenebene mit der Unternehmensebene bedeuten. Dagegen spricht allerdings, dass sich die Frage nach der Investitionshöhe, die für die Auswertung herangezogen wurde, nur an Unternehmen richtete, die im entsprechenden Jahr Investitionen durchgeführt haben.

Tabelle 7 zeigt die Ergebnisse der multivariaten Schätzungen der subjektiven Umsatz- und Renditeerwartungen. Hierfür stehen allerdings nur die Angaben im Übernahmejahr zur Verfügung. Zur Erinnerung: Ein positiver Koeffizient der Umsatz- und Renditeerwartungen kann als Wahrscheinlichkeit einer positiven Einschätzung interpretiert werden. Die Variable 'Übernahme' ist in beiden Modellen mindestens auf dem 5 %-Niveau mit positivem Koeffizienten signifikant. Festgestellt werden kann, dass die Wahrscheinlichkeit einer positiven Renditeeinschätzung im Fall einer Übernahme um 6,8 Prozentpunkte über derjenigen von Bestandsunternehmen liegt. Des Weiteren erwarten die Übernehmer auch eine um 7,9 Prozentpunkte höhere zukünftige Umsatzentwicklung als Unternehmer von Bestandsunternehmen. Beide Effekte sind auf dem 5 %-Niveau signifikant. Die Wahrscheinlichkeit, dass dieses Resultat eher zufällig zu Stande gekommen ist, kann damit als sehr gering eingestuft werden.

Tabelle 7: Regressionsergebnisse: Umsatz- und Renditeerwartungen

	Modell
<u>Renditeerwartungen</u> (in Prozent)	
Übernahme: (ja)	6,8* (2,51)
<u>Umsatzerwartungen</u> (in Prozent)	
Übernahme: (ja)	7,9** (2,80)

* $p < 0.10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; t-Werte in Klammern; Weitere kontrollierte Einflüsse: Unternehmensalter, Standort, Internationalisierungsgrad, Anzahl Mitarbeiter, Branche und Befragungsjahr. Anmerkung: Die Schätzkoeffizienten geben jeweils die Veränderung der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei diskreter Veränderung der Dummyvariable von 0 nach 1 für ein durchschnittliches Unternehmen an.

Die deskriptiven Analysen haben gezeigt, dass Übernahmen im Vergleich zu Bestandsunternehmen häufig weniger investierten als geplant, wobei bankeninduzierte Finanzierungsprobleme hierfür auf den ersten Blick nicht verantwortlich gemacht werden konnten. Im folgenden Abschnitt wird der Frage nachgegangen, ob sich diese Ergebnisse auch im Rahmen einer multivariaten Analyse bestätigen lassen. Für die Analyse ist dabei von Bedeutung, ob Übernahmen im Vergleich zu den Bestandsunternehmen mehr Probleme haben, Bankkredite für die (geplanten) Investition zu erhalten. Dafür wurde ein multinomiales Modell berechnet. Als Referenzkategorie (Vergleichsgröße) wurden solche Unternehmen gewählt, die keine Probleme mit der Finanzierung ihrer Investitionen durch Banken angaben. Aus Tabelle 8 gehen die Ergebnisse der multinominalen Analyse hervor. Es zeigt sich, dass der Befund, den die deskriptive Untersuchung bereits gezeigt hat, auch in der multivariaten Analyse bestätigt wird. Sowohl im Übernahmejahr als auch ein Jahr nach der Übernahme lassen sich keine signifikanten Unterschiede zwischen Übernahmen und Bestandsunternehmen hinsichtlich möglicher bankeninduzierter Finanzierungsprobleme feststellen. Darüber hinaus lässt sich feststellen, dass Übernahmen – im Vergleich zu der Referenzkategorie – im Beobachtungs-

zeitraum signifikant häufiger Investitionen getätigt bzw. geplant haben, aber signifikant seltener ohne vorherige Bankverhandlung bzw. Beteiligung einer Bank.

Tabelle 8: Regressionsergebnisse: Bankeninduzierte Finanzierungsprobleme I

<i>Referenzkategorie: 'Das Unternehmen hat mit Unterstützung eines Bankkredites alle Investitionen getätigt....'</i>	Modell tü	Modell tü+1
<i>Investitionen ohne Bank. Trotz Bankverhandlungen erhielten Unternehmen kein Kreditangebot von der Bank...</i>		
Übernahme: (ja)	-0,29 (-1,02)	-0,373 (-0,46)
<i>Investitionen ohne Bank. Unternehmen haben ein Kreditangebot von der Bank abgelehnt...</i>		
Übernahme: (ja)	-0,409 (-1,58)	-0,475 (-0,44)
<i>Investition wurden getätigt ohne vorherige Bankverhandlung bzw. Beteiligung einer Bank...</i>		
Übernahme: (ja)	-0,757** (-4,73)	-0,272 (-0,66)
<i>Unternehmen haben keine Investitionen im Beobachtungszeitraum geplant bzw. getätigt...</i>		
Übernahme: (ja)	-1,022** (-6,12)	-0,829* (-1,99)

⁺ $p < 0.10$, ^{*} $p < 0.05$, ^{**} $p < 0.01$; t-Werte in Klammern; Weitere kontrollierte Einflüsse: Unternehmensalter, Standort, Internationalisierungsgrad, Anzahl Mitarbeiter, Branche und Befragungsjahr. Anmerkung: Die Schätzkoeffizienten geben jeweils die Veränderung der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei diskreter Veränderung der Dummyvariable von 0 nach 1 für ein durchschnittliches Unternehmen an.

Abschließend wird der Frage nachgegangen, ob die Unternehmen im Beobachtungszeitraum wie geplant bzw. weniger als geplant investiert haben und ob bankeninduzierte Finanzierungsprobleme – insbesondere im Übernahmefall – für diesen Verzicht verantwortlich sind. Im Rahmen der Datenanalyse wurden insgesamt drei Modelle spezifiziert (vgl. Tabelle 9).³⁰ Das erste Modell zeigt, dass – unter Kontrolle des Alters und der Größe des Unternehmens sowie seines Standortes und Internationalisierungsgrads – Übernahmen im Vergleich zu Bestandsunternehmen weniger investieren als geplant, und zwar mit einer um 10,1 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit. Im zweiten Modell wird zusätzlich die abhängige Variable aus Tabelle 8 in die Regressionsgleichung eingeführt.³¹ Die Resultate des zweiten Modells zeigen auf, dass Unternehmen mit Bankproblemen eine signifikant höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen, weniger zu investieren als geplant: Dabei weisen Unternehmen, welche selbst ein Kreditangebot abgelehnt haben, eine um 15,2 Prozentpunkte höhere Wahrschein-

³⁰ Zu beachten ist, dass hier aufgrund von Datenbeschränkungen nur Analysen zum Übernahmejahr (tü) möglich sind. Außerdem beziehen sich die Angaben nur auf investierende Unternehmen, d. h. nicht investierende Unternehmen müssen aus der Untersuchung ausgeklammert werden.

³¹ Dabei wurde die Variable vorab in der Weise umkodiert, dass die beiden Ausprägungen, welche Bankfinanzierungsprobleme anzeigen, jeweils als binäre Variablen in die neuen Berechnungen einfließen. Die beiden Variablen nehmen somit bei Bankproblemen den Wert "1" und bei einer problemlosen Finanzierung der Investition durch die Bank den Wert "0" an.

lichkeit auf, weniger zu investieren als sie ursprünglich planten. Unternehmen, denen trotz vorangegangener Verhandlungen mit der Bank kein Kreditangebot unterbreitet wurde („bankinduzierte Probleme“), haben hingegen eine um 45,2 Prozentpunkte höhere Wahrscheinlichkeit, weniger als geplant zu investieren. Die Übernahmen haben im Vergleich zu Bestandsunternehmen – auch nachdem der Einfluss von „bankinduzierten“ Problemen herausgerechnet wurde – immer noch eine signifikant höhere Wahrscheinlichkeit weniger als geplant zu investieren (+8,9 Prozentpunkte in Modell 2). Dieser Befund kann als erster Hinweis dafür herangezogen werden, dass Kreditzugangsprobleme nicht für die stärkere Neigung zum Investitionsverzicht der Übernahmen verantwortlich gemacht werden können. Zusätzlich wird dieser Befund durch die Ergebnisse aus der dritten Schätzgleichung bestärkt. In Modell 3 wurden zusätzlich zwei Interaktionsterme in die Regressionsgleichung eingeführt, welche den gemeinsamen Einfluss der Übernahmevariable und der Kreditvariablen einfangen.³² Die Interaktionsterme erweisen sich als nicht signifikant, was bedeutet, dass Übernahmen im Vergleich zu Bestandsunternehmen nicht deshalb weniger als geplant investieren, weil sie größeren Kreditbeschränkungen seitens der Banken ausgesetzt sind.

Tabelle 9: Regressionsergebnisse: Bankeninduzierte Finanzierungsprobleme II

	Modell 1	Modell 2	Modell 3
Übernahme: (ja)	0,101** (2,66)	0,089* (2,35)	0,081 ⁺ (1,90)
Kreditangebot abgelehnt: (ja)		0,152** (4,96)	0,151** (4,77)
Kreditangebot nicht erhalten: (1=ja)		0,452** (11,73)	0,448** (11,15)
Übernahme* Kreditangebot abgelehnt			0,018 (0,12)
Übernahme* Kreditangebot nicht erhalten			0,050 (0,40)

⁺ p < 0.10, * p < 0.05, ** p < 0.01; t-Werte in Klammern; Weitere kontrollierte Einflüsse: Unternehmensalter, Standort, Internationalisierungsgrad, Anzahl Mitarbeiter, Branche und Befragungsjahr. Anmerkung: Die Schätzkoeffizienten geben jeweils die Veränderung der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bei diskreter Veränderung der Dummyvariable von 0 nach 1 für ein durchschnittliches Unternehmen an.

5. Fazit

Aufgrund der großen Anzahl der jährlichen potenziellen Unternehmensübergaben hat das Thema „Unternehmensnachfolge“ eine große volkswirtschaftliche Bedeutung. Dabei geht es um die Sicherung des Unternehmensbestandes und den damit verbundenen Arbeitsplätzen und somit um die Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit dem Investitionsverhalten von Unternehmen vor, während und nach der Über-

³² Mit der Einführung solcher Interaktionsterme in die Schätzgleichung wird es möglich, den isolierten Effekt der Übernahmevariable für kreditproblembefahete und nicht -befahete Unternehmensübernahmen getrennt zu analysieren.

gabe an einen neuen Eigentümer, sowie mit dem Zugang zu Finanzierungen im Zuge der Nachfolgetransaktionen. Für die Analyse wurde erstmals ein Unternehmenspaneldatensatz genutzt. Die Untersuchungsergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Erstens, die Investitionsstauhypothese kann als bestätigt angesehen werden. Bei den Übernahmen kommt es ein Jahr vor dem Übernahmezeitpunkt zu einem Unterlassen von Betriebsinvestitionen. Eine anstehende Übernahme veranlasst den Altunternehmer zu einer verminderten Investitionsaktivität. Die Wahrscheinlichkeit, dass im Jahr vor der Übergabe investiert wird, fällt bei den Übernahmen deutlich niedriger aus als bei den Bestandsunternehmen. Auch weisen die Übernahmen mit Investitionsaktivitäten ein Jahr vor der Übernahme im Schnitt ein geringeres Investitionsvolumen auf als investierende Bestandsunternehmen. Inwiefern nun der Investitionsstau bereits länger als ein Jahr vor der Übernahme entsteht, konnte nicht untersucht werden. Die Beantwortung dieser Frage könnte jedoch Hinweise darauf geben, warum viele Unternehmensnachfolgen scheitern. Möglicherweise unterlassen Alteigentümer über einen längeren Zeitraum als ein Jahr Unternehmensinvestitionen und vermindern dadurch den Ertragswert ihrer Unternehmen, sodass diese keinen Käufer mehr finden. Die vorliegende Analyse weist in diese Richtung, insbesondere unter Berücksichtigung, dass Alteigentümer zwar ihre Investitionstätigkeit zurückfahren, die Beschäftigung jedoch nicht anpassen. Die Beschäftigungsanpassung erfolgt erst nach der Übernahme. Eine im Vorfeld der Übergabe verminderte Investitionsneigung über einen längeren Zeitraum ist insbesondere vor dem Hintergrund denkbar, dass der Übergabezeitpunkt kaum exakt planbar und daher mit großer Unsicherheit behaftet ist, sodass er häufig mangels geeigneter Übernehmer verschoben wird.

Zweitens, die Wachstumsimpulshypothese kann als bestätigt angesehen werden. Nach dem Rückzug des Altunternehmers aus dem Unternehmen ziehen die Investitionen im Übernahmehjahr stark an und liegen über den entsprechenden Werten der Bestandsunternehmen. In den beiden darauf folgenden Jahren unterscheiden sich die beiden Unternehmenstypen nicht mehr in ihrem Investitionsverhalten. Aus diesen Ergebnissen kann geschlossen werden, dass sich der Investitionsstau bereits im Jahr nach der Übernahme weitgehend auflöst.

Drittens, nach Übergabe des Unternehmens strebt der neue Inhaber eine Neuausrichtung des Unternehmens an, welche sich über den gesamten Beobachtungszeitraum erstreckt. Es gelingt dem Übernehmer, bei gleichzeitigem Abbau von Personal, neue Wachstumsmöglichkeiten zu erschließen, was sich in den höheren Umsatzwachstumsraten und in den besseren Umsatz- und Renditeerwartungen widerspiegelt.

Viertens, eine Übernahme geht nicht einher mit einer Verschlechterung der Finanzierungschancen bei Kreditinstituten. Die Ergebnisse der multivariaten Berechnungen zeigen zwar,

dass die nachfolgeinduzierten Veränderungen zum Teil zu einer höheren Neigung von Unternehmen führen, Investitionsprojekte in geringerem Umfang als geplant zu realisieren. Dies gilt allerdings nur für das Übernahmejahr und ist nicht auf eine stärkere Ablehnungshaltung von Banken bei den Kreditverhandlungen gegenüber Übernahmen zurückzuführen. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass eine gelegentlich diskutierte spezielle Förderfinanzierung für die Unternehmensnachfolge ökonomisch nicht gerechtfertigt wäre.

Literatur

- Almus, M. (2004): The shadow of death - an empirical analysis of the pre-exit performance of New German firms, in: *Small Business Economics*, 23. Jg., S. 189–201.
- Almus, M. (2003): Gründung und "Shadow of Death" - Erfolg und Krise von Unternehmensgründungen, in: Steinle, C., Schumann, K. (Hrsg.): *Gründung von Technologieunternehmen. Merkmale – Erfolg - empirische Ergebnisse*, Wiesbaden, S. 81–95.
- Behavioral Finance Group (Hrsg.) (2000): Behavioral Finance – Idee und Überblick, in: *Finanz Betrieb*, Heft 5, S. 311–318.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-Gozález, F. und D. Wolfenzon (2007): Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance, in: *Quarterly Journal of Economics*, 122. Jg., S. 647–691.
- Bloom, N. und J. van Reenen (2006): Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries, in: *CEPR Discussion Papers* 5581.
- Cucculelli, M. und G. Micucci (2006): Entrepreneurship, inherited control and firm performance in Italian SMEs, Working Paper Nr. 258, Department of Economics, Università Politecnica delle Marche.
- Diwisch, D. S., Voithofer, P. und C. R. Weiss (2009): Succession and firm growth: results from a non-parametric matching approach, in: *Small Business Economics*, 32. Jg., S. 45–56.
- Diwisch, D. S. und C. R. Weiss (2007): Motive und Konsequenzen einer Familiennachfolge: theoretische Überlegungen und empirische Ergebnisse für Österreich, in: *Wirtschaftsuniversität Wien* (Hrsg.), Discussion Paper Nr. 28, published online by <http://epub.wu-wien.ac.at>.
- Wolff & Häcker Finanzconsulting AG, Ebner Stolz Mönning Unternehmensberatung GmbH (2008): Studie 2008 zur Unternehmensnachfolge im Mittelstand, Download unter: <http://www.ebnerstolz.de/sixcms/media.php/155/Studie%20Unternehmensnachfolge%20im%20Mittelstand1.pdf>
- Freistaat Sachsen (2006): Mittelstandsbericht 2005/2006. Unternehmensnachfolge im sächsischen Mittelstand – Gutachten des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn im Auftrag des Sächsischen Staatsministeriums für Wirtschaft und Arbeit.

- Freund, W. (2004): Unternehmensnachfolgen in Deutschland - Neubearbeitung der Daten des IfM Bonn, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2004, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 106 NF, Wiesbaden, S. 57–88.
- Freund, W. (2002): Frauen in der Unternehmensnachfolge, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 2/2001, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 91 NF, Wiesbaden, S. 43–60.
- Freund, W. und G. Kayser (2007): Unternehmensnachfolge in Bayern. Gutachten im Auftrag des Bayerischen Staatsministeriums für Wirtschaft, Infrastruktur, Verkehr und Technologie, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 173, Bonn.
- Goldberg, J. und R. Nitzsch (2000): Behavioral Finance - Gewinnen mit Kompetenz, 2. Aufl., München.
- Griliches, Z. und H. Regev (1995): Firm productivity in Israeli industry 1979–1988, in: Journal of Econometrics, 65. Jg., S. 175–203.
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2010): IfM Bonn schätzt: 110.000 Familienunternehmen stehen zwischen 2010 und 2014 zur Übernahme an, Pressemitteilung 003/2010, Bonn.
- Isfan, K. (2002): Unternehmensübernahmen durch Frauen - Identifikation und Mobilisierung von Unternehmerinnenpotenzial zur Sicherung der familieninternen Unternehmensnachfolge, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 93 NF, Wiesbaden.
- Kay, R., Wallau, F. und N. Schlömer (2009): Familienexterne Nachfolge im Freistaat Sachsen: Das Zusammenfinden von Übergebern und Übernehmern, Untersuchung im Auftrag des Sächsischen Staatsministeriums für Wirtschaft und Arbeit, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 187, Bonn.
- Kayser, G. und W. Freund (2004): Unternehmensnachfolge in der Hansestadt Hamburg - Untersuchung des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn im Auftrag der Handelskammer Hamburg, in: Handelskammer Hamburg (Hrsg.): Unternehmensnachfolge in Hamburg - Handlungsnotwendigkeiten und Begründungen, Hamburg, S. 21–65.

- Kerkhoff, E., Ballarini, K. und D. Kesse (2004): Generationswechsel in mittelständischen Unternehmen, in: Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Beiträge zur Mittelstandsforschung Bd. 7, Karlsruhe.
- Kimhi, A. (1994): Optimal timing of farm transferral from parent to child, in: American Journal of Agricultural Economics, 76. Jg., S. 228–236.
- Kimhi, A., Kislev, Y. und S. Arbel (1995): Intergenerational succession on Israeli family farms, preliminary evidence from panel data, 1971–1988, Working Paper, Department of Agricultural Economics and Management.
- Kiyota, K. und M. Takizawa (2006): The Shadow of Death: Pre-exit Performance of Firms in Japan, in: Rieti Discussion Paper Series 06-E-033.
- Klein, S. B. (2003): Der strategische Wandel während des Nachfolgeprozesses im Familienunternehmen, in: Schmeisser, W., Krimphove, D., Nathusius, K. (Hrsg.): Handbuch Unternehmensnachfolge. Recht – Basel II und Rating – Finanzierung – Fallbeispiele, Stuttgart, S. 23–60.
- KMU Forschung Austria (Hrsg.) (2008): Unternehmensübergaben und -nachfolgen in Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) der Gewerblichen Wirtschaft Österreichs, Endbericht, Wien.
- Kramer, J. W. (2005): Unternehmensnachfolge als Ratingkriterium, in: Hochschule Wismar (Hrsg.), Wismarer Diskussionspapiere, 15/2005, Wismar.
- L-Bank (2006): Existenzgründung in Baden-Württemberg – Das Ziel: ein guter Start, Karlsruhe.
- Letmathe, P. und M. Hill (2006): Strukturbrüche der Unternehmensnachfolge, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 76. Jg., Heft 11, S. 1113–1138.
- Liebermann, F. (2003): Unternehmensnachfolge – eine betriebswirtschaftliche Herausforderung mit volkswirtschaftlicher Bedeutung, Zürich.
- Moog, P. und B. Felden (2009): Humankapital als Zugangsfaktor zur Finanzierung von Unternehmensnachfolgen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Special Issue 2/2009, S. 127–151.
- Regionomica (2000): Endbericht Vorschau Unternehmensnachfolgen / Betriebsübernahmen – im Auftrag des Ministeriums für Wirtschaft des Landes Brandenburg.

- Reize, F. und V. Zimmermann (2009): KfW-Mittelstandspanel 2009. Wirtschaftskrise erfasst auch Mittelstand: Investitionen steigen noch, aber Innovationen lassen nach. KfW-Sonderpublikation, Frankfurt.
- Richter, R. und E. Furubotn (1996): Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung, Tübingen.
- Schäfer, S.-I. und H. Vater (2002): Behavioral Finance: Eine Einführung, in: Finanz Betrieb, Heft 12, S. 739–748.
- Schlömer, N., Gude, H. und R. Kay (2008): Unternehmensnachfolge im Mittelstand - Auswirkungen der Vor- auf die Nach-Übergabephase, in: KfW, Creditreform, IfM, RWI, ZEW (Hrsg.): Mittelstand trotz nachlassender Konjunkturdynamik in robuster Verfassung. Mittelstandsmonitor 2008 – Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt am Main, S. 155–178.
- Schlömer, N. und R. Kay (2008): Familienexterne Nachfolge – Das Zusammenfinden von Übergebern und Übernehmern, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 182, Bonn.
- Schröer, E. und W. Freund (1999): Neue Entwicklungen auf dem Markt für die Übertragung mittelständischer Unternehmen, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 136, Bonn.
- Schröer, E. und W. Freund (1995): Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens zur Erschließung von Nachfolgerpotential - Eine empirische Studie zum Generationswechsel im Mittelstand, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 112, Bonn.
- Schröer, S. und G. Kayser (2006): Beratungsbedarf und Beratungspraxis bei Unternehmensnachfolgen, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2006, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 112 NF, Wiesbaden, S. 1–44.
- Spremann, K. (1990): Asymmetrische Information, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 60. Jg., Heft 5/6, S. 561–586.
- Stiglbauer, A. und C. R. Weiss (2000): Family and non-family succession in the Upper-Austrian farm sector, Cahiers d' économie et sociologie rurales, 54. Jg., S. 5–26.

Stiglitz, J. E. und A. Weiss (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: American Economic Review, 71. Jg., S. 393–409.

Williamson, O. (1998): Corporate Finance and Corporate governance, in: Journal of Finance, 43. Jg., S. 567–591.

Wolter, H.-J. (2008): Familienexterne Nachfolge – Informationsasymmetrien im Nachfolgeprozess und ihre Überwindung, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), Working Paper 06/08, Bonn.

Zürcher Kantonalbank (Hrsg.) (2005): Unternehmen Zukunft, Generationenwechsel bei KMU in der Schweiz, Zürich.

Anhang 1

Tabelle A1: Überblick über die einbezogenen Variablen für die statistische Analyse

Variablen	Kurzbeschreibung
Übernahme:	„Zugehörigkeit zu Gruppe der Unternehmensübernahmen (1=ja, 0=nein)“
<i>Investitionen</i> - Wahrscheinlichkeit: - Volumen:	„Wahrscheinlichkeit, in tn zu investieren (1=ja, 0=nein)“ „Höhe des Volumens an Investitionen in tn (in EUR)“
<i>Beschäftigung</i> - Bestand: - Wachstum:	„Höhe des Bestands an Beschäftigung in tn“ „Wachstumsraten Beschäftigung $t_{\tilde{u}}/t_{\tilde{u}-1}$, $t_{\tilde{u}+1}/t_{\tilde{u}}$ und $t_{\tilde{u}+2}/t_{\tilde{u}}$ (in Prozent)“
<i>Umsatz</i> - Volumen: - Wachstum (log):	„Höhe des Bestands an Beschäftigung in tn“ „Wachstumsraten Umsatz $t_{\tilde{u}}/t_{\tilde{u}-1}$, $t_{\tilde{u}+1}/t_{\tilde{u}}$ und $t_{\tilde{u}+2}/t_{\tilde{u}}$ (in Prozent)“
<i>Erwartungen</i> - Renditeerwartung: - Umsatzerwartung:	„Renditeerwartung in $t_{\tilde{u}}$ (1=besser, 0=sonstiges)“ „Renditeerwartung besser in $t_{\tilde{u}}$ (1=besser, 0=sonstiges)“
<i>Finanzierung</i> - Kreditrestriktionen: - Investitionsverhalten:	„Kreditrestriktionen in $t_{\tilde{u}}$ und $t_{\tilde{u}+1}$ (1=keine Investition, 2=Investition, aber Bankangebot abgelehnt, 3=Investition, aber kein Angebot von Bank erhalten, 4=Investition mit Bankkredit, 5=Investition ohne Bankkredit und vorherigen Bankverhandlung)“ „Investitionsverhalten $t_{\tilde{u}}$ (1=weniger als geplant investiert, 0=wie geplant investiert)“
<i>Kontrollvariablen</i> - Unternehmensalter: - Mitarbeiter: - Standort: - Internationalisierung: - Branche: - Befragungsjahr:	„Alter des Unternehmens in tn (in Jahren)“ „Anzahl der Mitarbeiter in tn)“ Standort des Unternehmens in tn (1=Ost, 0=West) Internationalisierungsgrad des Unternehmens in tn (1=Auslandsumsatz mind. 10 %, 0=weniger als 10 %) Sechs Indikatoren (Verarb. Gew.; Bau, Einzelhandel, Großhandel, Dienstleistung, Sonstiges (= Referenz)) Fünf Indikatoren (2002–2006, 2005=Referenz) © IfM Bonn

Anmerkungen: tn= ein Jahr vor und bis zu zwei Jahre nach der Übergabe; $t_{\tilde{u}-1}$ = ein Jahr vor der Übernahme; $t_{\tilde{u}}$ = Übernahmejahr; $t_{\tilde{u}+1}$ ein Jahr nach der Übernahme; $t_{\tilde{u}+2}$ zwei Jahre nach der Übernahme.

Quelle: KfW Mittelstandspanel

Anhang 2

Methodische Anmerkungen zur multivariaten Analyse

Für alle Modelle, deren abhängige Variablen dichotomen Charakter haben, wurden bivariate Probitmodelle berechnet (das sind: *Investitionswahrscheinlichkeit*, *Beschäftigungsentwicklung*, *Umsatzentwicklung*, *Investitionsverhalten*). Da die abhängige Variable zum *Investitionsvolumen* eine (zensierte) Untergrenze von "0" hat und mit den nicht investierenden Unternehmen eine nicht zu vernachlässigende Zahl der Fälle diese Grenzwerte annimmt, wurde das Tobit-Modell angewendet. Die abhängige Variable im Modell zur Bestimmung des Kreditvergabeverhalten der Banken ist nominal (mit fünf Ausprägungen), sodass hier ein multinomiales Modell berechnet wurde. Für die restlichen Kennziffern (*Beschäftigungsstand*, *Umsatzvolumen*, *Beschäftigungswachstumsrate*, *Umsatzwachstumsrate*) wurden OLS-Modelle mit robusten (d. h. heteroskedastie-konsistenten) Standardfehlern geschätzt. Die Ergebnisse der Modellberechnungen wurden zudem als Marginaleffekte wiedergegeben, d. h. es wurde dargestellt, wie sich die Erfolgskennziffern verändern, wenn eine der unabhängigen Variablen marginal verändert wird. Da es sich bei dem interessierenden Merkmal der Unternehmensübernahme um eine dichotome Variable handelt, ergibt sich dieser Effekt aus dem Übergang des Wertes dieser Variable von "0" (keine Übergabe) zu "1" (Übergabe findet statt). Die Ergebnisse der Kontrollvariablen wurden nicht explizit ausgewiesen.