

Wolter, Hans-Jürgen

**Working Paper**

## Familienexterne Nachfolge: Informationsasymmetrien im Nachfolgeprozess und ihre Überwindung

Working Paper, No. 06/08

**Provided in Cooperation with:**

Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn

*Suggested Citation:* Wolter, Hans-Jürgen (2008) : Familienexterne Nachfolge: Informationsasymmetrien im Nachfolgeprozess und ihre Überwindung, Working Paper, No. 06/08, Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn, Bonn

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/51347>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Institut für  
Mittelstandsforschung  
Bonn**

**Familienexterne Nachfolge**  
- Informationsasymmetrien im Nachfolgeprozess  
und ihre Überwindung

von

Hans-Jürgen Wolter

Working Paper 06/08

© IfM Bonn, im Oktober 2008

## Inhalt

1. Allgemeines	2
2. Theoretische Grundlagen der Informationsasymmetrie	3
2.1 Formen der Informationsasymmetrie	3
2.1.1 Qualitätsunsicherheit	3
2.1.2 Hold-up	3
2.1.3 Moral Hazard	4
2.2 Lösungsmöglichkeiten	5
2.2.1 Allgemeine Überlegungen	5
2.2.2 Konkrete Ansätze	6
2.2.2.1 Signaling und Selbstwahlschemata	6
2.2.2.1.1 Screening	6
2.2.2.1.2 Signaling	7
2.2.2.2 Reputation	8
2.2.2.3 Autorität	8
2.2.2.4 Anreizsysteme	8
3. Die Rolle von Informationsasymmetrien im Prozess der Unternehmensnachfolge	9
3.1 Vorvertragliche Informationsasymmetrien	11
3.1.1 Qualitätsunsicherheit zulasten des Alteigentümers	11
3.1.2 Qualitätsunsicherheit zulasten des Übernahmepersonals	13
3.2 Nachvertragliche Informationsasymmetrien	18
3.2.1 Hold-up durch den Nachfolger	20
3.2.2 Moral Hazard durch den Nachfolger	21
4. Zusammenfassung	23
Anhang	25
Literaturverzeichnis	27

## 1. Allgemeines

Speziell im Verhandlungsprozess im Zuge familienexterner Lösungen im Rahmen der Unternehmensnachfolge kann es zu erheblichen Schwierigkeiten aufgrund asymmetrischen Informationsverteilungen kommen (STEPHAN 2002, S. 59 ff.). Im vorliegenden Abstract werden diese Probleme aus theoretischer Sicht eingehender analysiert. Hierzu werden zunächst die Formen der Informationsasymmetrie allgemein erläutert. Anschließend wird konkret darauf eingegangen, wo im Zuge der Unternehmensnachfolgeregelung welche Arten der Informationsasymmetrie von Relevanz sind.

Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Betrachtung der Informationsasymmetrie zulasten<sup>1</sup> des potenziellen Übernehmers, da aus dem rational-monetären Blickwinkel diese Form der unvollständigen Information von besonderer Bedeutung und daher ein Knackpunkt für die erfolgreiche Umsetzung einer Nachfolgeplanung ist. Umgekehrt kennt der Altunternehmer sein Unternehmen genau. Mangelnde Information kann daher allenfalls hinsichtlich der Qualitäten und der Absichten des Käufers vorliegen. Diese sind aber im Falle eines Komplettverkaufs des Unternehmens weitgehend irrelevant, sofern auf Seiten des angehenden Alteigentümers nur monetäre Aspekte eine Rolle spielen.<sup>2</sup> Sie können allerdings Bedeutung erlangen, wenn sukzessive Übertragung der Unternehmensanteile oder Ratenzahlung vereinbart werden.

Allerdings beschränken sich die Motive der Alteigentümer vielfach nicht auf diesen pekuniären Blickwinkel. Sie sind mitunter nicht mal der wesentliche Gesichtspunkt bei der Übergabe des Unternehmens. Aspekte wie der Erhalt der Firma, Fortführung des Firmennamens, Erhalt von Arbeitsplätzen etc. sind in deren Kalkül durchaus nicht ohne Bedeutung (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 45 ff.). Entsprechend hat auch die Betrachtung der diesbezüglichen Informationsproblematik seine Rechtfertigung.

---

<sup>1</sup> Der Ausdruck "zulasten" bezieht sich lediglich auf das Faktum, ein Informationsdefizit gegenüber dem Verhandlungspartner zu haben. Es ist jedoch durchaus nicht so, dass der besser informierte stets Vorteile aus seinem Informationsvorsprung ziehen kann.

<sup>2</sup> Da der Alteigentümer nicht mehr an Erfolg oder Misserfolg beteiligt ist, ist es für seine Vermögenssituation unerheblich, wie qualifiziert sein Nachfolger ist oder welche Absichten er verfolgt.

## **2. Theoretische Grundlagen der Informationsasymmetrie**

Im Rahmen dieses Abschnitts sollen allgemein die für den Prozess der Unternehmensnachfolge wesentlichen Formen der Informationsasymmetrie, sowie Möglichkeiten deren Auswirkungen zu reduzieren, aufgezeigt werden.

### **2.1 Formen der Informationsasymmetrie**

In Anlehnung an SPREMANN (1990) können folgende Konstellationen typisiert werden:

- Qualitätsunsicherheit
- Hold-up
- Moral Hazard

Hierbei ähneln sich Hold-up und Moral Hazard insofern, als sie beide erst nach Vertragsabschluss relevant werden, wohingegen die Qualitätsunsicherheit im vorvertraglichen Stadium auftritt.

#### **2.1.1 Qualitätsunsicherheit**

Qualitätsunsicherheit liegt vor, wenn ein Vertragspartner über die Qualifikation des anderen Vertragspartner oder eines von ihm angebotenen Produktes oder einer Dienstleistung unsicher ist. Typische Beispiele für Qualitätsunsicherheiten sind Personalentscheidungen im Zuge von Stellenneubesetzungen, der Besuch eines unbekanntes Restaurants oder ein Gebrauchtwagenkauf. Hierbei trifft der Kaufinteressierte auf das Problem, die guten und passenden Kandidaten bzw. Produktqualitäten von den Schlechten und Unpassenden trennen zu müssen, ohne dass er dies ex ante exakt beobachten kann.

#### **2.1.2 Hold-up**

Als "Hold-up" bezeichnet man ein opportunistisches Ausnutzen von Vertragslücken<sup>3</sup> eines der Vertragspartner zulasten des anderen Vertragspartners. D.h. er nutzt den durch die Vertragslücken für ihn entstehenden juristischen

---

<sup>3</sup> Da es in Anbetracht von komplexen Umweltsituation und unsicherer zukünftiger Entwicklungen faktisch ausgeschlossen ist, bei Vertragsabschluss alle denkbaren Entwicklungen vorwegzunehmen und präzise zu regeln werden sich in der Praxis immer Vertragslücken ergeben.

Freiraum, um sich Vorteile zu verschaffen. Zwar bleibt dieses Verhalten seinem Partner nicht verborgen. Ihm ist es jedoch in der dann entstandenen Situation nicht mehr möglich, ihn zu einer adäquaten Gegenleistung zu zwingen (SPREMANN 1990, S. 568 f.). Hierzu kann es kommen, wenn die Leistungen der am Vertragsabschluss Beteiligten sukzessive und nicht parallel erbracht werden. Da es in der Regel nicht möglich ist, vorab ein vollständiges, alle Eventualitäten umfassendes Vertragswerk zu vereinbaren, besteht aus Sicht des in Vorleistung tretenden Vertragspartners immer die Gefahr eines Hold-up seitens seines Vis-a-vis.

### 2.1.3 Moral Hazard

Moral Hazard-Probleme treten auf, wenn es einem der Beteiligten aufgrund eines hinzukommenden exogenen Risikos nicht möglich ist, die Leistung seines Vertragspartners zu eruieren. Er kann zwar ein Gesamtergebnis erkennen, weiß aber nicht, inwieweit hierfür die Leistung seines Partners oder das exogene Risiko ursächlich ist. Die Situation ähnelt insofern dem Hold-up, als auch hier einer der Beteiligten seine Gegenleistung bewusst beeinflussen kann.<sup>4</sup> Allerdings ist das Verhalten des Vertragspartners seinem Gegenüber hier nicht einmal ex post genau bekannt. Hierdurch entsteht für den Beteiligten mit Informationsvorsprung ein Anreiz, sein Verhalten zulasten seines Vertragspartners anzupassen (SPREMANN 1990, S. 571 f.). Klassische Fälle von Moral Hazard sind z.B. Versicherungen<sup>5</sup> oder Principal-Agent-Konstellationen in fremdgemanagten Kapitalgesellschaften.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Dies im deutlichen Unterschied zur Qualitätsunsicherheit, wo die Qualifikation zwar ex ante nicht bekannt, aber fix war.

<sup>5</sup> Vom Abschluss einer Versicherung gehen Anreize zu sorgloserem Verhalten seitens des Versicherungsnehmer aus, sofern die Versicherungsgesellschaft das nicht beobachten kann: Da ein möglicher Schaden ohnehin durch die Versicherung gedeckt wird, besteht aus Sicht des Versicherungsnehmers kein Grund kostenverursachende Vorsichtsmaßnahmen durchzuführen.

<sup>6</sup> Da es aufgrund zufälliger Entwicklungen im Umfeld einer Unternehmung keine klaren, deterministischen Zusammenhänge zwischen dem Arbeitseinsatz eines Managers und dem Unternehmensergebnis gibt, ist es den Anteilseigner (Principal) nicht möglich zu entscheiden, ob ein bestimmtes Unternehmensergebnis eine Folge der Anstrengungen des Managers (Agent) oder schlichtweg auf Glück oder Pech zurückzuführen ist.

## 2.2 Lösungsmöglichkeiten

### 2.2.1 Allgemeine Überlegungen

Bei der Behandlung möglicher Lösungsvorschläge für die durch Informationsasymmetrien entstehenden Unsicherheiten ist es wichtig darauf hinzuweisen, dass diese Unsicherheiten keineswegs zwangsläufig zu Marktversagen führen. Wie aus der allgemeinen Gleichgewichtstheorie bekannt, ist es mittels sogenannter "Kontingenzverträge" grundsätzlich auch bei Unsicherheit möglich, Märkte zu nutzen. Dieser auf Arrow und Debreu zurückgehende Ansatz sieht eine vollständige Liste aller denkbaren Umweltzustände vor, denen dann vermittels eines Kontingenzvertrages bestimmte, genau definierte Leistungen zugeordnet werden. Aus Sicht der mikroökonomischen Theorie können diese Kontrakte wie ganz normale Güter gehandelt werden, so dass die Erkenntnisse über Existenz und Effizienz eines Gleichgewichtes angewendet werden können (VARIAN 1981, S. 182 f.).

Grundsätzlich lässt sich daher der Marktmechanismus auch bei Unsicherheiten aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung nutzen. In der Praxis ist dieser Weg aufgrund der Höhe anfallender Transaktionskosten<sup>7</sup> zumeist wenig praktikabel. Und selbst wenn die Transaktionskosten gering sind, kann eine Marktlösung scheitern, wenn der betreffende Markt nur ungenaue, pauschalierende Bewertungen der Leistungsqualitäten erzeugt. Es kann zu einer Negativauslese, der adversen Selektion kommen, wenn die Anbieter überdurchschnittlicher Qualitäten über alternative Nutzungsmöglichkeiten verfügen (SPREMANN 1990, S. 573 ff.).

In der Regel muss daher nach Ergänzungen oder Alternativen (Kontrollen, Garantien, Strafandrohungen etc.) Ausschau gehalten werden, die im folgenden angesprochen werden. Da für derartige Maßnahmen Ressourcen aufgewendet werden müssen, ist das mit Wohlfahrtsverlusten verbunden, die nicht notwendigerweise vom schlechter informierten Vertragspartner getragen werden müssen.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Es wäre zumindest sehr umständlich, wenn nicht unmöglich, alle möglichen Entwicklungen vorherzusehen und im Detail ex ante zu regeln. Des weiteren kann es auch ex post schwierig sein zu entscheiden, welche der möglicherweise sehr zahlreichen und teilweise ähnlichen Umweltzuständen tatsächlich eingetreten ist.

<sup>8</sup> Tatsächlich gehen z.B. durch Signaling oder Selbstwahlschemata entstehende Nutzenverluste meist zu Lasten des besser informierten Vertragspartners.

## 2.2.2 Konkrete Ansätze

### 2.2.2.1 Signaling und Selbstwahlschemata

Bei dieser Vorgehensweise wird dem Problem der asymmetrischen Informationsverteilung begegnet, indem der Beteiligte mit Informationsvorsprung seinem Verhandlungspartner ein bestimmtes Qualitätsniveau oder eine Verhaltensweise ex-ante glaubhaft offenbart. Hierbei sind das Signaling einerseits und die Nutzung von Selbstwahlschemata (Screening) andererseits im Prinzip wesensgleich. Die beiden Ansätze unterscheiden sich lediglich dahingehend, wer den ersten Schritt tut: Beim Signaling geht die Initiative vom besser Informierten aus, während beim Screening der schlechter Informierte seinem Vertragspartner ein Selbstwahlschema vorlegt.

#### 2.2.2.1.1 Screening

Beim Screening konfrontiert der uninformierte Akteur seinen Verhandlungspartner dergestalt mit einer Entscheidungssituation, dass es ihm möglich ist, von der getroffenen Wahl der besser informierten Person zuverlässig auf deren Merkmalseigenschaften respektive Verhaltensabsichten zu schließen.

Da davon auszugehen ist, dass es dem besser Informierten klar ist, dass er sich durch seine Entscheidung selber offenbart, muss die Wahlhandlung wirtschaftlich so relevant sein, dass es sich für ihn lohnt, nicht zu lügen.<sup>9</sup> Der schlechter Informierte muss daher die Entscheidung mit einem Nachteil koppeln, der für "schlechten Qualitäten" relevanter als für die Guten ist. Gelingt es ihm ein entsprechendes Design zu entwerfen, lohnt es sich nur für die guten, nicht aber für die schlechten Qualitäten, diesen Nachteil in Kauf zu nehmen. Entsprechend ist es dem bis dahin uninformierten Akteur möglich, die verschiedenen Qualitäten voneinander zu separieren.

Ein klassisches Beispiel hierfür ist das Angebot verschiedener Vertragsausgestaltungen durch ein Versicherungsunternehmen beim Abschluss einer Versicherung. So werden bei Abschluss einer Krankenversicherung gute Risiken tendenziell eher bereit sein, Selbstbeteiligungen (bei entsprechend geringerer Prämie) einzugehen als schlechte Risiken.<sup>10</sup> Entsprechend lassen sich auf

---

<sup>9</sup> Bei einer simplen Selbstauskunft würden sich alle Befragten die aus Sicht des Fragestellers wünschenswerte Eigenschaft selber zusprechen.

<sup>10</sup> Bei den guten Risiken ist die Wahrscheinlichkeit deutlich geringer, dass die vereinbarten Selbstbeteiligungen zum Tragen kommen.



diese Art und Weise die guten und die schlechten Risiken voneinander trennen.

### **2.2.2.1.2 Signaling**

Die Vorgehensweise beim Signaling entspricht grundsätzlich derjenigen beim Screening mit dem Unterschied, dass die Initiative vom besser informierten Akteur ausgeht und der Nachteil aus den Kosten für die Erzeugung des Signals besteht.

Die dahinterstehende Idee ist folgende (SPREMANN 1990, S. 579 f.): Lassen sich unterschiedliche Qualitäten nicht voneinander unterscheiden, so entsteht ein gepoolter Markt mit einheitlichen Preisstrukturen. Gute Qualitäten werden nicht adäquat entgolten. Daher haben die Anbieter guter Qualitäten einen Anreiz, diesen einheitlichen Markt dergestalt in verschiedene Teilmärkte aufzubrechen, dass auf einem dieser Teilmärkte nur noch gute Qualitäten zu einem entsprechend höheren Preis gehandelt werden. Hierzu etablieren sie ein kostenverursachendes Signal, dass so geartet ist, dass es sich nur für die guten Qualitäten lohnt, die Kosten für die Erzeugung des Signals in Kauf zu nehmen. Daher ist es notwendig, dass die Signalkosten negativ mit der Qualität korreliert sind, so dass die guten Qualitäten geringere Signalkosten als die Schlechten haben.<sup>11</sup> Selbstverständlich muss der Vorteil, der den guten Qualitäten aus dem Signal erwächst, die zu dessen Erzeugung anfallenden Kosten übersteigen.<sup>12</sup> Ideal wäre ein Signal, dass von den guten Qualitäten zu relativ niedrigen, von den schlechten Qualitäten aber nur zu sehr hohen Preisen erzeugt werden kann.

Ein bekanntes Beispiel für die Überwindung asymmetrischer Information mittels des Signaling ist der Arbeitsmarkt: Da es entsprechend begabten Arbeitnehmern leichter fällt, z.B. einen Abschluss einer angesehenen Universität zu erwerben, lohnt sich für sie eine derartige Investition in das eigene Humankapital eher als für weniger Begabte, bei denen entsprechend höhere Kosten (beispielsweise aufgrund erforderlicher längerer Studienzeiten) anfallen.

---

<sup>11</sup> Diese Bedingung ist aber nicht zwingend auch hinreichend. Sind die Vorteile durch die Erzeugung des Signals größer als die Kostendifferenz bei der Erzeugung des Signals kann eine Situation eintreten, wo es auch für die schlechten Qualitäten – trotz höheren Kosten – sinnvoll sein kann zu signalisieren. In diesem Fall misslingt die Aufspaltung des gepoolten, heterogenen Marktes in verschiedene homogene Teilmärkte.

<sup>12</sup> Anderenfalls würde niemand signalisieren und es ist wiederum nicht möglich den gepoolten Markt aufzubrechen.

### **2.2.2.2 Reputation**

Reputation ist ein eher kollektives und "weiches" Instrument zur Bekämpfung der durch asymmetrische Informationen entstehenden Probleme (SPREMANN 1990, S. 578). Grundlage dieses Ansatzes ist die Bedeutung des guten Rufes in einer sozialen Gemeinschaft. Diesen setzt man durch - in den Augen der anderen Gemeinschaftsmitglieder - offensichtlich unfaires Verhalten aufs Spiel. Da das durchaus handfeste ökonomische Nachteile mit sich bringen kann,<sup>13</sup> kann es trotz - oder gerade wegen - einer gewissen Unverbindlichkeit ein durchaus wirksames Instrument sein, insbesondere zur Vermeidung eines Hold-up sein.<sup>14</sup> Voraussetzung hierfür ist, dass ein möglicherweise unfaires Verhalten für andere Akteure erkennbar ist.

### **2.2.2.3 Autorität**

Diese Maßnahme richtet sich in erster Linie gegen den Hold-Up. Um diesem zu begegnen wird eine Art Rahmenvertrag geschlossen, in der sich der Agent der Autorität des Principals unterwirft (SPREMANN 1990, S. 580). Ergänzt wird dieses Design durch entsprechende Sanktionsmechanismen. Im Prinzip läuft das darauf hinaus, dass eine Hierarchie an die Stelle einer gleichberechtigten Partnerschaft tritt. Ein markantes Beispiel für dieses Kooperationsdesign ist das Dispositionsrecht des Arbeitgebers bei Arbeitsverträgen.

### **2.2.2.4 Anreizsysteme**

Anreize sollen den Agenten dazu veranlassen, im Sinne des Prinzipals zu handeln und so den Interessengegensatz zwischen Prinzipal und Agenten zu vermindern. Optimal wirken Anreizsysteme, wenn der Agent mit der Maximierung des eigenen Nutzens auch den des Prinzipals maximiert (STEFAN 2002, S. 187 f.). Entsprechend sind sie in erster Linie in Situationen bedeutsam, in denen das Verhalten des Agenten auch ex-post nicht vom Prinzipal beobachtet werden und es somit zu moral-hazard kommen kann.

---

<sup>13</sup> Beispielsweise wenn andere Mitglieder einer sozialen Gemeinschaft zukünftig entsprechend zurückhaltend und vorsichtig agieren, wenn sie es mit diesem Akteur zu tun haben und im Zweifelsfall lieber auf eine geschäftliche Transaktion verzichten.

<sup>14</sup> Es kann aber durchaus auch die Auswirkungen von Moral hazard oder Qualitätsunsicherheiten begrenzen. In diesen Fällen ist die Wirkung jedoch weniger effektiv, da ein eventuell opportunistisches Verhalten weniger klar zu Tage tritt.

### 3. Die Rolle von Informationsasymmetrien im Prozess der Unternehmensnachfolge

Im Rahmen des vorliegenden Abschnittes werden die im letzten Kapitel aufgezeigten allgemeinen Überlegungen zur Problematik asymmetrischer Informationen auf den konkreten Fall der externen Unternehmensnachfolge übertragen. Bisher befasst sich die einschlägigen Literatur zur Unternehmensnachfolge insbesondere mit den Informationsasymmetrien zulasten des Alteigentümers. Die Problematik der Qualitätsunsicherheit, vor der sich ein potentieller Nachfolger gestellt sieht, wird hingegen recht stiefmütterlich behandelt. Diese Forschungslücke soll mit dem vorliegenden Beitrag geschlossen werden.

Zunächst sind aber einige allgemeine Bemerkungen zur Unternehmensnachfolge erforderlich. Diese kann grob in vier Phasen untergliedert werden (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 4 ff.):

- Entscheidungsphase
- Matchingphase
- Übergabe-/Übernahmephase
- Rückzugs-/Konsolidierungsphase

In der **Entscheidungsphase** entschließt sich der Alteigentümer aus dem operativen Geschäft auszusteigen und die Art der Nachfolge zu regeln.<sup>15</sup>

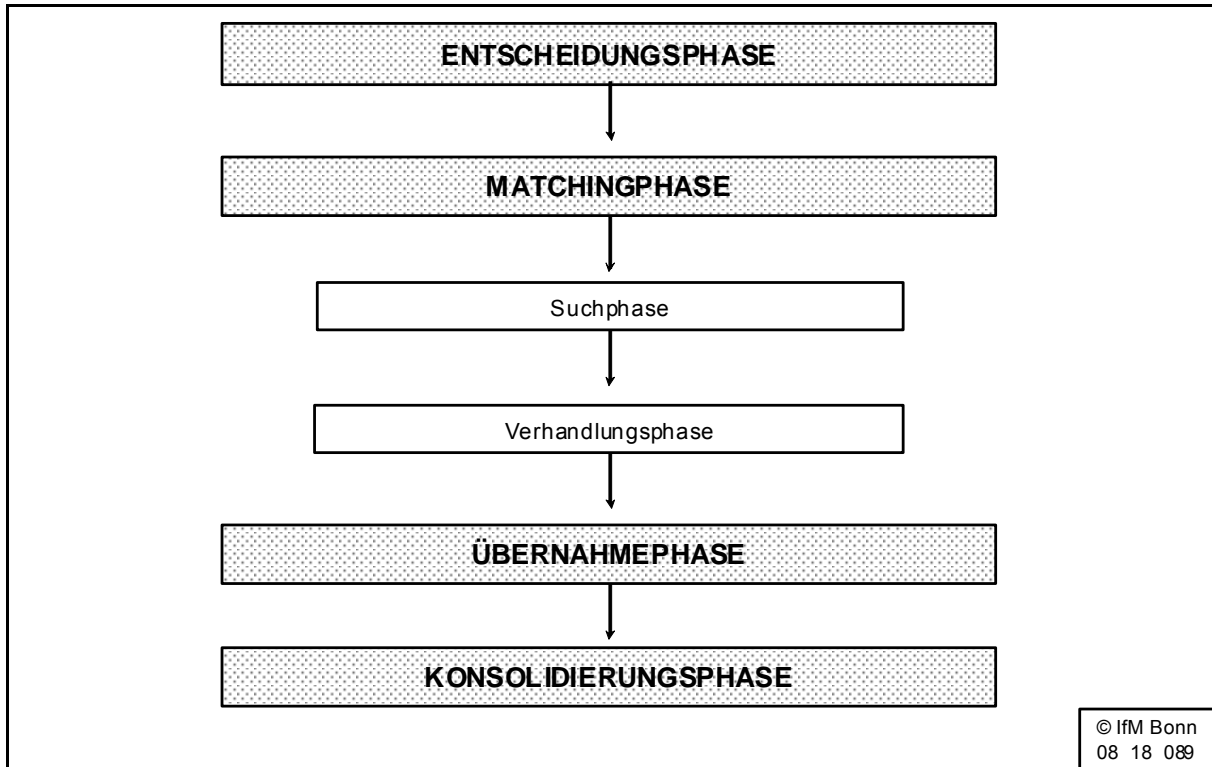
Die anschließende **Matchingphase** setzt sich aus der Suchphase und der Verhandlungsphase zusammen. In der *Suchphase* trachtet der Alteigentümer danach, einen geeigneten Nachfolger für sein Unternehmen zu finden respektive der Übernahmewillige nach einem für seine Zwecke geeigneten Unternehmen. Erst wenn diese Suche grundsätzlich erfolgreich verlaufen ist, treten die beiden Parteien in die *Verhandlungsphase* ein. Hier gilt es ein für beide Seiten akzeptables Übereinkommen hinsichtlich der Modalitäten der Übergabe/Übernahme zu treffen.

---

<sup>15</sup> Entsprechend entschließt sich der Übernahmewillige in der Entscheidungsphase, eine Existenzgründung im Zuge einer Unternehmensübernahme tätigen zu wollen.

Verlaufen diese erfolgreich, wird die Unternehmensleitung in der **Übergabe-/Übernahmephase** sukzessive auf den Nachfolger übertragen, bis sie schließlich in der **Rückzugs-/Konsolidierungsphase** zum Abschluss gelangt.

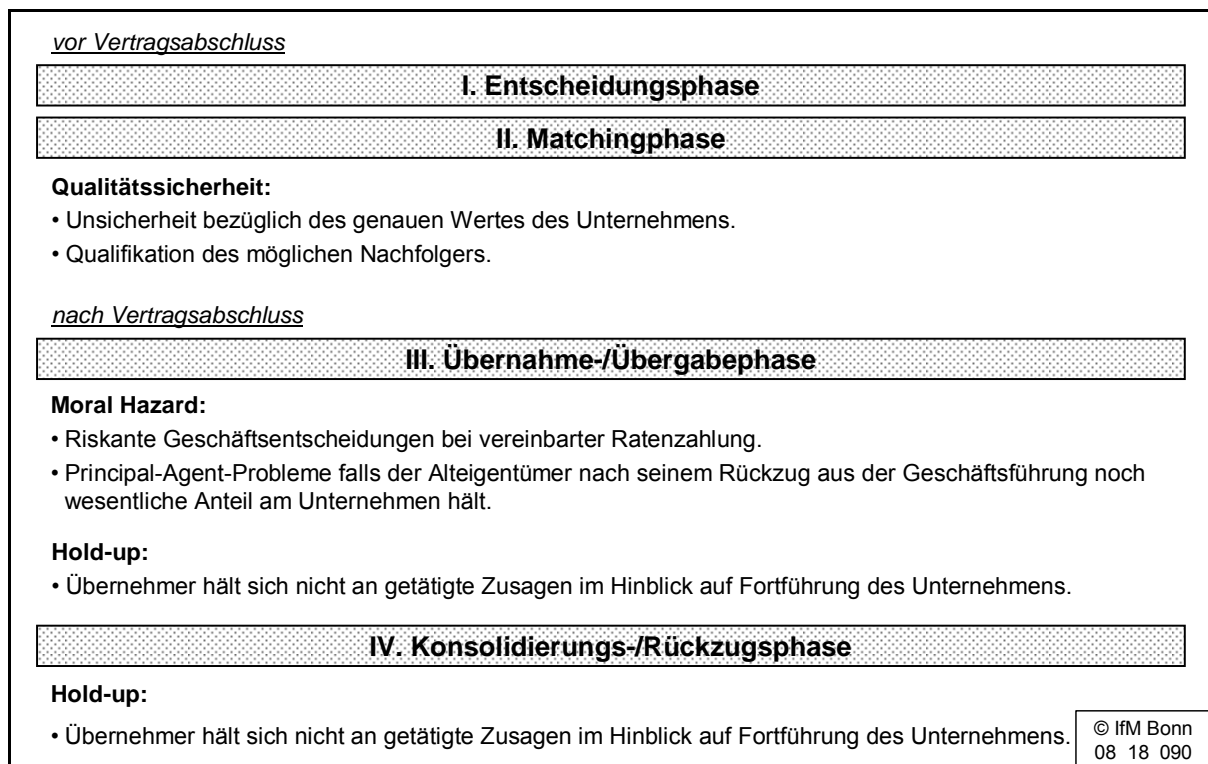
Abbildung 1: Phasen der Unternehmensnachfolge



Von diesen vier Phasen ist die Matchingphase und speziell die Verhandlungsphase am kritischsten für den erfolgreichen Verlauf einer Unternehmensnachfolge (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 94). Dies liegt neben praktischen Problemen wie z.B. der Erschließung von Finanzierungsquellen seitens des Nachfolgeinteressierten am Vorhandensein asymmetrischer Informationen, die eine Einigung erschweren oder gar verhindern können. Diese können zum einen danach untergliedert werden, ob es Informationsvorteile des potentiellen Nachfolgers oder des Alteigentümers sind und zum anderen danach, ob sie vor oder nach Vertragsabschluss auftreten (Abbildung 2).<sup>16</sup> Vorvertraglich ist die Qualitätsunsicherheit von Bedeutung, wohingegen Moral Hazard und Hold-up zwangsläufig erst nach erfolgter Unternehmensübergabe auftreten können.

<sup>16</sup> Hierzu ist anzumerken, dass selbstverständlich auch erst nach Vertragsabschluss auftretende Informationsasymmetrien den Verhandlungsprozess zum Scheitern bringen können, sofern die Verhandlungspartner diese Probleme zum Verhandlungszeitpunkt antizipieren können.

Abbildung 2: Formen der asymmetrischen Information im Zuge der Unternehmensnachfolge



### 3.1 Vorvertragliche Informationsasymmetrien

Wie in den einleitenden Bemerkungen zu diesem Kapitel erwähnt, beschränken sich die vorvertraglichen Informationsasymmetrien auf eine mögliche Qualitätsunsicherheit. Hierbei kann es sowohl auf Seiten des Alteigentümers als auch auf Seiten des Übernahmeinteressierten zu Unsicherheiten hinsichtlich der jeweils von der Gegenseite angebotenen Qualitäten kommen.

#### 3.1.1 Qualitätsunsicherheit zulasten des Alteigentümers

Im Zuge der Unternehmensnachfolge ist die Qualitätsunsicherheit von Relevanz, wenn der Alteigentümer nicht nur materielle Ziele verfolgt (möglichst hohen Verkaufserlös), sondern er auch am langfristigen Wohlergehen seines Unternehmens interessiert ist. Hierfür ist die Auswahl eines entsprechend qualifizierten Nachfolgers bedeutsam. Dabei sieht er mit dem Problem konfrontiert, die guten und passenden Kandidaten von den Schlechten und Unpassenden trennen zu müssen, ohne deren Qualifikation ex ante beobachten zu können.

Hier könnte der Alteigentümer Methoden des Screenings anwenden, indem er den infrage kommenden Nachfolgern verschiedene Vertragsmodalitäten anbietet und anhand deren Reaktionen Rückschlüsse auf deren inhärente Quali-

täten zieht. So wird ein Kandidat mit entsprechendem Vertrauen in seine Fähigkeiten tendenziell eher einen baldigen vollständigen Erwerb des Eigentums am Unternehmen begrüßen als ein weniger qualifizierter Übernahmeinteressierter. Denkbar wäre auch, dass ein weniger qualifizierter Erwerber eher bereit ist einen höheren Kaufpreis zu akzeptieren, da er - im Gegensatz zum qualifizierteren Kandidaten - über eine geringere Anzahl an Alternativen verfügt. Der Verzicht auf gewinnträchtige alternative Handlungsoptionen verursacht Opportunitätskosten. Diese sind naturgemäß höher, wenn dem Übernahmeinteressierten eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Verfügung steht.

Prinzipiell steht die große Individualität einer Unternehmensnachfolge einer Lösung der Informationsasymmetrie zu Lasten des Alteigentümers mittels Screening hinderlich gegenüber. Es sind sehr viele Einzelaspekte zu beachten und die damit verbundenen Transaktionskosten erheblich.<sup>17</sup> Der Einsatz von Selbstwahlschemata eignet sich eher für standardisierbare Situationen.<sup>18</sup> Für die Inhaber kleiner und mittlerer Unternehmen dürften hingegen derartige Ansätze bei der Suche nach einem Nachfolger nur schwer realisierbar sein.

Alternativ kommt die Übermittlung von Signalen durch entsprechend hoch qualifizierten Nachfolgekandidaten in Betracht. Da das Signaling, im Gegensatz zum Screening, vom Übernahmekandidaten ausgeht, entfällt die im Vorfeld der Anwendung eines Selbstwahlschemas notwendige Suche durch den Alteigentümer.

Hier kommt zunächst die Nutzung allgemeiner Signale des Arbeitsmarktes, wie beispielweise getätigte Humankapitalinvestitionen,<sup>19</sup> in Betracht.

Bedeutsam kann aber auch die Bereitschaft des Nachfolgeinteressierten sein, nicht nur die Leitung des Unternehmens zu übernehmen, sondern auch die Eigentumsrechte an diesem vollständig zu erwerben. Durch das Einbringen seines privaten Besitzes signalisiert er, dass er von seinen unternehmerischen Fähigkeiten überzeugt ist und an den Erfolg seines unternehmerischen Engagements glaubt (STEFAN 2002 S. 197).

---

<sup>17</sup> So müssen infrage kommende Nachfolger erst einmal mit viel Aufwand gesucht werden, bevor man ihnen überhaupt ein Selbstwahlschema vorlegen kann. Die bei dieser Suche im Vorfeld entstehenden Kosten sind gegebenenfalls verloren.

<sup>18</sup> Das zu entwerfende Design kann dann, wie z.B. im Falle des Abschluss eines Versicherungsvertrages, für eine Vielzahl ähnlich gelagerter Fälle angewendet werden.

<sup>19</sup> Vergleiche Abschnitt 2.2.2.1.2

### 3.1.2 Qualitätsunsicherheit zulasten des Übernahmeinteressierten

Bei Unternehmensverkäufen im Rahmen einer externen Nachfolgeregelung handelt es sich im Prinzip um Erfahrungsgüter: Der Übernahmewillige mag ex ante eine gewisse Vorstellung vom Wert des zur Übernahme anstehenden Unternehmens haben - den tatsächlichen Wert kann er jedoch erst im nachhinein feststellen.

Geht man davon aus, dass der Übergebende einen möglichst hohen Ertrag aus dem Unternehmensverkauf erzielen möchte, der Übernehmende die Qualität vorab aber nicht zuverlässig beurteilen kann, entsteht das bereits von AKERLOF (1970) beschriebene "Zitronenproblem". Dieses besagt im allgemeinen dass der Kaufpreis nicht von der tatsächlichen Qualität abhängen kann, wenn diese für den Käufer nicht beobachtbar ist. In der Folge besteht die Gefahr, dass Verkäufer ihre Güter nur dann in Umlauf bringen, wenn sie minderer Qualität sind und sie anderenfalls lieber selber nutzen.<sup>20</sup> Es kommt zu einer adversen Selektion, die die Funktionsfähigkeit eines Marktes beeinträchtigen und in letzter Konsequenz dessen Existenz gefährden kann. Im allgemeinen kommt eine Transaktion nur zustande, wenn sich die (Gegenwarts-) Präferenzen von Käufer und Verkäufer hinreichend voneinander unterscheiden.<sup>21</sup>

Da eine Unternehmensübertragung im Zuge einer Nachfolgeregelung eine einmalige Angelegenheit ist, kommen zudem Reputationseffekte nicht zum tragen, die bei Wiederholungskäufen problemreduzierend wirken können (TIROLE 1995, S. 242 ff.).

Im folgenden soll nun aufgezeigt werden, inwieweit diese Informationsproblematik eine ansonsten lohnende Unternehmensnachfolge behindern kann und gegebenenfalls welche Möglichkeiten existieren, vorhandene Probleme zu vermeiden. Hierbei wird im Text lediglich verbal die verschiedenen Möglichkeiten aufgezeigt. Eine eher formale Darstellung des Sachverhalts findet sich im Anhang.

---

<sup>20</sup> Im Zuge einer angedachten Unternehmensübertragung kann dies durch Fortführung der unternehmerischen Tätigkeit oder aber in Form der Liquidierung und Verwertung der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände geschehen.

<sup>21</sup> Vergleiche hierzu auch die ausführliche Erläuterung im weiteren Verlauf dieses Kapitels und die formale Darstellung im Anhang.

Es wird zunächst angenommen, dass die Qualität eines zur Übergabe anstehenden Unternehmens anhand des Gegenwartswertes aller zukünftiger Gewinne beurteilt werden kann.<sup>22</sup> Vereinfachend wird dabei von einem festen Periodengewinn ausgegangen, den der Übergeber genau kennt,<sup>23</sup> wohingegen der Übernehmer nur einen entsprechenden Näherungswert kennt.

Der Übergeber wird nur bereit sein zu verkaufen, wenn der Kaufpreis zumindest dem Gegenwartswert aller in seiner Lebensspanne realisierbaren zukünftigen Gewinne entspricht. Für den Übernehmer gilt umgekehrt, dass er maximal soviel zu zahlen bereit ist, wie die Summe der abdiskontierten Gewinne, die er in seiner Lebensspanne mittels des zu übernehmenden Unternehmens erzielen kann.

Da die zu erwartende Restlebensspanne des Übernehmers im Regelfall über der des Übergebers liegen dürfte, kann - zumindest wenn man identische Fähigkeiten beider Personen unterstellt - davon ausgegangen werden, dass der Gegenwartswert der zukünftigen Gewinne aus Sicht des Übernehmers höher liegt als aus Sicht des Übergebers. Entsprechend übersteigt die maximale Zahlungsbereitschaft des Übernehmers den Mindestpreis des Übergebers. Mithin wäre die Transaktion für beide Seiten vorteilhaft und würde bei vollständiger Information zustande kommen.

Da der potenzielle Nachfolger die Qualität (in Form möglicher zukünftiger Gewinne) der zur Übergabe anstehenden Unternehmung nicht beobachten kann, geht er bei der Kalkulation seiner Preisobergrenze vom Erwartungswert aus, der sich aufgrund der auch ihm bekannten Wahrscheinlichkeitsverteilung der Periodengewinne ergibt.

Gäbe es für den bisherigen Eigentümer keine Alternative zum Verkauf, müsste er diesen Preis akzeptieren, es käme zu einem "pooling equilibrium". Der Preis aller zur Nachfolge anstehenden Unternehmen würde sich an der Durch-

---

<sup>22</sup> Unterstellt wird hierbei, dass die erzielbaren Gewinne ausschließlich durch die "Qualität" des Unternehmens determiniert werden, also z.B. nicht von individuellen Komponenten des jeweiligen Unternehmers abhängen. Das mag restriktiv erscheinen, andererseits besteht kein plausibler Grund davon auszugehen, dass Alteigentümer systematisch besser oder schlechter zur Unternehmensführung geeignet sind als Übernahmeinteressierte.

<sup>23</sup> In der Praxis wird natürlich auch der Übergeber den zukünftigen Gewinn nicht genau kennen. Für die Schilderung der grundsätzlichen Problematik ist dies jedoch unerheblich. Wichtig ist hierbei nur, dass der Übergebende die zukünftigen Gewinne besser kennt als der Übernehmende, wovon man in Anbetracht seines Informationsvorsprungs ausgehen kann.



schnittsqualität des jeweiligen Unternehmenstyps (ausgedrückt anhand der auch dem Übernahminteressenten bekannten Verteilungsfunktion der Periodengewinne) orientieren.

Tatsächlich ist der bisherige Unternehmenseigentümer aber nicht zwingend darauf angewiesen, sein Unternehmen zu verkaufen. Ihm steht in jedem Fall die Alternative zur Verfügung, weiterhin unternehmerisch tätig zu sein und so die anfallenden Periodengewinne zu vereinnahmen. Möglicherweise kommt auch eine Liquidation nebst Veräußerung der Aktiva des Unternehmens in Betracht. Das ist natürlich auch dem potentiellen Nachfolger bekannt. Daher ist die Unternehmensübergabe noch nicht gewährleistet, wenn diese anhand des Erwartungswertes gebildete Preisobergrenze des Übernehmers oberhalb der Preisuntergrenze des Alteigentümers liegt.

Da Letzterem eine Alternative zum Verkauf des Unternehmens zu einem am Erwartungswert orientierten Durchschnittspreis in Form der eigenen Weiternutzung zur Verfügung steht, stellt nämlich die Akzeptanz dieses Preises durch den Verkäufer für den Käufer ein implizites Qualitätssignal dar: Unternehmen deren Ertragspotential so hoch sind, dass deren Gegenwartswert aus Sicht des Verkäufers diese an der Qualität eines Durchschnittsunternehmen orientierte Preisobergrenze des Käufers übersteigt, werden schlichtweg dem Markt entzogen und von den bisherigen Eigentümern weiterbetrieben.<sup>24</sup>

Der Übernahminteressierte kann somit aus dem Faktum, dass das Alteigentümer bereit ist, sein Unternehmen auch zu diesem Durchschnittspreis zu verkaufen, auf einen maximal möglichen Periodengewinn schließen und gegebenenfalls ausschließen, dass es sich um ein "Top-Unternehmen" handelt. Die Durchschnittsqualität wird also sinken und entsprechend der Preis, den der Übernahminteressierte zu zahlen bereit ist. Dieses Spiel setzt sich solange fort bis entweder der bisherige Eigentümer nicht mehr bereit ist, sein Unternehmen für den doch noch gebotenen Preis zu verkaufen oder aber es aufgrund erheblich divergierender individueller Diskontfaktoren der Verhandlungspartner zu einem Ausgleich und zu einer stabilen Lösung kommt.

---

<sup>24</sup> Veräußerungserlöse im Zuge einer sofortigen oder späteren Liquidation des Unternehmens nebst getrennter Verwertung der Aktiva können ebenfalls als zukünftige Gewinne einer weiteren Eigennutzung betrachtet und müssen daher nicht separat berücksichtigt werden.

Das immerhin ist nicht unwahrscheinlich, da die Ausgangssituation im vorliegenden Fall einige gravierende Unterschiede zur üblichen "Market-for-lemons-Problematik" aufweist: Tendenziell wird derjenige, der einen Nachfolger für sein Unternehmen sucht, älter sein als derjenige, der ein Unternehmen übernehmen möchte. Entsprechend geringer ist seine Restlebenserwartung. Nun hängen aber die Gegenwartspräferenzen der Beteiligten (und somit deren individuelle Diskontfaktoren) entscheidend von der Restlebenserwartung ab.

Es ist also durchaus wahrscheinlich, dass die Präferenzunterschiede zwischen Übergeber und möglichem Nachfolger hinreichend groß sind, um einen Verkauf zu ermöglichen. Ist die Gegenwartspräferenz des Übergebers sehr viel größer als die des möglichen Nachfolgers, ist selbst bei guten Qualitäten die Akzeptanz eines Durchschnittspreises aus Sicht des Alteigentümers vorteilhaft. Da die Alternative der weiteren Eigennutzung in diesem Fall sehr unattraktiv ist, bleiben die guten Qualitäten dem Markt erhalten. Somit stellt die Bereitschaft zum Verkauf zu diesem Preis kein negatives Qualitätssignal dar. Die Ingangsetzung der Abwärtsspirale bleibt aus und es bildet sich ein stabiles "pooling equilibrium".

Selbst wenn das in der Ausgangssituation nicht der Fall sein sollte, steht zu erwarten, dass sich der Zeitfaktor positiv auswirken wird: Da die erwartete Restlebensspanne des (mutmaßlich deutlich älteren) Übergabewilligen geringer als die eines möglichen Übernehmers sein dürfte, wird der Diskontfaktor nach Ablauf einer Periode beim Übergeber relativ stärker sinken als beim Übernehmer, so dass die individuellen Diskontfaktoren im Zeitablauf relativ zueinander immer weiter auseinanderfallen werden. Sofern das Unternehmen grundsätzlich übergabewürdig ist, wird die Suche nach einem Nachfolger daher früher oder später erfolgreich sein. Die vorhandenen Informationsasymmetrien können aber sehr wohl eine zeitliche Verzögerung des Nachfolgeprozesses bewirken. Zudem wird der erzielbare Verkaufspreis für ertragsstarke Unternehmen in so einem an der Durchschnittsqualität ausgerichteten "pooling equilibrium" geringer ausfallen, als es bei vollständiger Information - und der dann möglichen Berücksichtigung individueller Qualitäten - der Fall wäre.

Aus Sicht des einen Nachfolger suchenden Alteigentümers besteht daher zum einen ein Anreiz für den Übergabewilligen, das Unternehmen länger zu führen als es ohne Informationsasymmetrie der Fall wäre. Zum anderen werden, wenn sowohl familieninterne als auch -externe Lösungen zur Disposition stehen, tendenziell eher familieninterne Nachfolgeregelungen bevorzugt, da bei

diesen die Qualitätsunsicherheitsproblematik nicht so sehr zum Tragen kommt und sich der Preis daher eher an der tatsächlichen Ertragskraft der Unternehmen orientiert.<sup>25</sup>

Auch wenn es aufgrund der Besonderheiten bei der Unternehmensnachfolge eher unwahrscheinlich ist, dass es eine ansonsten für beide Seiten vorteilhafte Nachfolgeregelung aufgrund adverser Selektion nicht realisiert wird ist die Situation für den Eigentümer eines "guten" Unternehmens insofern unbefriedigend, als er keinen dem Wert des von ihm aufgebauten Unternehmens entsprechenden Preis Erlösen kann. Er hat von daher ein Interesse, den gepoolten Markt, wie in Abschnitt 2.2.2.1.2 geschildert, aufzubrechen. Da es wenig wahrscheinlich ist, dass ein potentieller Nachfolger ein Selbstwahlschema konzipiert und dem Alteigentümer vorlegt, wird dies in aller Regel nur über entsprechende Signale des Alteigentümers möglich sein.<sup>26</sup>

In Frage käme hier beispielweise ein Gutachten einer anerkannten Stelle<sup>27</sup> betreffend des Unternehmenswertes in Auftrag zu geben, da es sich nur für einen vom Wert seines Unternehmens überzeugten Alteigentümer lohnen wird, die hierfür anfallenden Kosten zu tragen.

Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, dass der Alteigentümer das Unternehmen auch bei externen Unternehmensnachfolgen nicht vollständig überträgt und als Gesellschafter, stiller Teilhaber o.ä. im Unternehmen verbleibt und so für den Übernahminteressierten sichtbar dokumentiert, dass seine persönliche Situation mit derjenigen des Unternehmens verbunden bleibt. Allerdings wäre diese Option mit dem Nachteil verbunden, dass es nach erfolgter Übernahme zu Principal-Agent-Problemen kommen kann: Ist der Alteigentümer zu einem Zeitpunkt, wo bereits der Nachfolger die Geschicke des Unternehmens lenkt, noch mit seinem Vermögen am Unternehmen beteiligt, so

---

<sup>25</sup> Diese Aussagen gelten natürlich nur, wenn es sich tatsächlich um ertragsstarke Unternehmen handelt. Die Besitzer von Unternehmen minderer Qualität haben tendenziell weniger Interesse ihr Unternehmen möglichst lange selber zu nutzen, respektive das Unternehmen einem besser Informierten Insider zu übertragen.

<sup>26</sup> Da es hier ausschließlich um ein Problem der Qualitätsunsicherheit handelt, spielen die weiteren in Abschnitt 2.2.2 geschilderten, eher gegen Hold-up und Moral Hazard gerichteten, Instrumente Etablierung von Autorität und Schaffung geeigneter Anreizsysteme hier keine Rolle. Reputationseffekte können eine gewisse Wirkung erzielen, wenn der Alteigentümer damit rechnen muss, dass sein soziales Umfeld ihn zukünftig meiden wird, wenn ersichtlich wird, dass er seinen Nachfolger bewusst getäuscht hat. Aufgrund der damit verbundenen Unschärfe lässt sich das aber kaum operationalisieren.

<sup>27</sup> Z.B. eine bekannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

muss er damit rechnen, dass der Nachfolger ausschließlich im Eigeninteresse agiert und keine Rücksicht auf seine Interessenlage nimmt. Zudem ist es durchaus fraglich, ob der möglicherweise eigene Pläne verfolgende Nachfolger, ein sonderliches Interesse daran hat, sich auch nach erfolgter Übergabe noch mit dem Alteigentümer auseinandersetzen zu müssen.

Eine andere Variante könnte darin bestehen, dem potentiellen Nachfolger zeitlich befristet eine Art "Rücktrittsrecht" einzuräumen, um auf diese Art den Kaufinteressierten ein Qualitätssignal zu senden:<sup>28</sup> Die gesamten im Zuge der Unternehmensübertragung angefallenen Kosten wären verloren, würde der Übernehmer tatsächlich von dieser Möglichkeit Gebrauch machen. Wäre der Alteigentümer nicht von der Qualität des von ihm aufgebauten Unternehmens überzeugt, würde er sich mutmaßlich nicht zu einem solchen Arrangement bereit erklären.

### **3.2 Nachvertragliche Informationsasymmetrien**

Da von den drei in Kapitel 2 beschriebenen Formen der Informationsasymmetrie, die Qualitätsunsicherheit kein bewusstes Verhalten des besser informierten Verhandlungspartners impliziert und entsprechend nachvertraglich keine Rolle mehr spielen kann, sind während dieser Phase einer Unternehmensnachfolgeregelung nur noch Moral Hazard und Hold-up von Relevanz. Da des weiteren das Verhalten des Alteigentümers nach Abschluss der Übergabe in aller Regel irrelevant ist, können bewusst opportunistische Verhaltensweisen von seiner Seite aus nach erfolgter Unternehmensübertragung ignoriert werden. Ergo beschränkt sich die Analyse an dieser Stelle auf Informationsasymmetrien zulasten des Alteigentümers.

Wie schon in der Einleitung erwähnt, muss sich der Alteigentümer unter rein monetären Gesichtspunkten keine Gedanken bezüglich eines möglicherweise opportunistischen Verhaltens seines Nachfolgers machen, sofern dieser sämtliche Anteile des zur Nachfolge anstehenden Unternehmens erwirbt und den Kauf selber finanziert. Da der Alteigentümer nach einem derartigen Komplettverkauf nicht mehr an Erfolg oder Misserfolg seines alten Unternehmens beteiligt ist, ist es für seinen Vermögenssituation unerheblich, welche Absichten der neue Eigentümer verfolgt.

---

<sup>28</sup> Ein räumt ihm gewissermaßen eine Art Geld-zurück-Garantie ein.

Anders sieht die Sache aus, wenn z.B. eine sukzessive Übertragung der Unternehmensanteile oder Ratenzahlung vereinbart wird. In diesen, durchaus nicht seltenen Fällen,<sup>29</sup> kann durch Moral Hazard oder Hold-up seitens des Nachfolgers auch die Vermögenssituation des Alteigentümers beeinträchtigt werden.<sup>30</sup> Entsprechend hat dieser auch ein pekuniär begründetes Interesse sich nach Möglichkeit gegen opportunistisches Verhalten seines Nachfolgers zu wappnen.

Darüber hinaus spielen für die Alteigentümer bei der Auswahl eines Nachfolgers erfahrungsgemäß auch nichtmonetäre Aspekte eine bedeutende Rolle, die den rein finanziellen Gesichtspunkten mitunter kaum nachstehen (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 45 f.). So mag sich der Unternehmer seinen Mitarbeitern verpflichtet fühlen und daher Wert auf den Erhalt der Arbeitsplätze legen oder es ist ihm wichtig, dass der über Jahre hinweg aufgebaute Firmenname nicht einfach verschwindet. In diesen Fällen ist es für den Übergebenden wichtig zu wissen, wie sein Nachfolger sich zukünftig, wenn er für die Geschicke des Unternehmens verantwortlich zeichnet, verhalten wird.

Im Gegensatz zu den in Kapitel 3.1.2 behandelten Informationsvorsprüngen des Firmeninhabers, die zum Auftreten von adverser Selektion führen und somit die Übergabeverhandlungen erschweren oder gar zum Scheitern bringen können, die aber nach erfolgter Übergabe keine Rolle mehr spielen, handelt es sich hier um Verhaltensunsicherheiten, die erst nach Abschluss der Verhandlungen zum Tragen kommen und die für den Alteigentümer weder genau beobacht- noch kontrollierbar sind (STEPHAN 2002, S. 185). Er hat dann keine Möglichkeit mehr steuernd einzugreifen, bleibt aber - zumindest ideell - über die Unternehmensübergabe hinaus mit "seinem" Unternehmen verbunden.

---

<sup>29</sup> Bei einer vom IfM Bonn im September 2005 durchgeführten Befragung von bayrischen Unternehmen zeigte sich, dass es in gut 22 % aller familienexternen Unternehmensnachfolgen zu einer Darlehensgewährung durch den Alteigentümer kam (SCHLÖMER/GUDE/KAY 2008, S. 178).

<sup>30</sup> Im ersten Fall befindet sich der Alteigentümer nach Übergabe der Geschäftsführung an seinen Nachfolger in einer Principal-Agent-Situation ähnlich derjenigen, wie sie häufig bei managementgeführten Unternehmen anzutreffen (WOLTER/HAUSER 2001, S. 34 ff.). Im zweiten Fall entstehen Anreize zu moral hazard durch den Nachfolger, da er die aus Geschäften mit dem Fremdkapital erzielten Gewinne komplett vereinnahmen kann, er für Verluste aber maximal bis zur Höhe seines Vermögens einstehen muss. Es kann daher der aus der Finanzierungstheorie bekannte Anreiz entstehen, mit Fremdkapital riskantere Investitionen zu tätigen, als wenn man ausschließlich mit Eigenkapital arbeitet und so einen Teil des Risikos auf den Kapitalgeber abwälzt.

Hierdurch können Situationen entstehen, die stark an die Principal-Agent-Konstellationen in managementgeführten Unternehmen erinnern.<sup>31</sup>

### 3.2.1 Hold-up durch den Nachfolger

Zu Hold-up-Situationen kann es im Zuge einer Unternehmensnachfolge beispielsweise kommen, wenn der Alteigentümer großen Wert auf eine kontinuierliche Unternehmenspolitik, Erhalt der Arbeitsplätze o.ä. legt, der Übernahmeinteressierte ihm entsprechende Bereitschaft signalisiert und daraufhin als Nachfolger eingesetzt wird. Da derartige Zusagen aufgrund der Unsicherheit künftiger Marktentwicklungen kaum justiziabel vereinbart werden können, liegt es letztlich im Ermessen des Übernehmers, ob er - erst einmal als Nachfolger tätig - diese Zusagen wirklich einhält.

Da nach erfolgter Übergabe die Möglichkeiten des Alteigentümers relativ gering sind, derartigen unfairen Verhaltensweisen des Nachfolgers erfolgreich entgegenzuwirken, ist es umso wichtiger, bereits im Vorfeld des Vertragsabschlusses auf eine geeigneten Kandidaten zu achten. So können beispielsweise in der Vergangenheit ausgeübte ehrenamtliche Engagements ein Signal für eine soziale Einstellung des Nachfolgers sein und mithin als Indiz dafür gelten, dass er Zusagen bezüglich der Fortführung des Unternehmens und insbesondere dem Erhalt von Arbeitsplätzen ernst nimmt. In Frage kommen auch Selbstverpflichtungen des möglichen Nachfolgers, was den Erhalt des Unternehmens insgesamt respektive der Arbeitsplätze angeht: Ein Kandidat, der ernsthaft beabsichtigt, die Arbeitsplätze des zur Übernahme anstehenden zu erhalten, wird eine solche Selbstverpflichtung bereitwilliger eingehen als Einer, der dies nicht plant. Dies setzt allerdings voraus, dass dem Nachfolger im Falle einer Missachtung der abgegebenen Selbstverpflichtung Kosten entstehen - zumindest in Form drohender Reputationsverluste. Im Zuge der Unternehmensnachfolge dürfte das nur bei Unternehmen der Fall sein, die zumindest im lokalen Kontext eine gewisse Bedeutung haben.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Mit dem Unterschied, dass es sich hier vielfach nicht um materielle sondern um ideelle Werte des Alteigentümers handelt, die der Nachfolger eventuell nicht entsprechend umsetzt.

<sup>32</sup> Wobei die Effektivität des Reputationsverlustes nicht losgelöst vom regionalen Bezug beurteilt werden kann. Ist das Unternehmen beispielsweise in einem kleinen Ort angesiedelt und wohnt der Nachfolger im Ort oder dessen unmittelbaren Umgebung hätte ein solcher Reputationsverlust deutlich gravierendere Auswirkungen als wenn dasselbe in

Des weiteren könnte sich der Alteigentümer Methoden des Screenings bedienen und sich ein Rückkaufsrecht für den Fall ausbedingen, dass der Nachfolger das übernommene Unternehmen verkaufen will. Da eine solche Klausel für einen Nachfolger mit langfristiger Zielsetzung weniger einschränkend ist als für einen, der tatsächlich einen schnellen Weiterverkauf plant, kann deren Akzeptanz ein wichtiges Indiz hinsichtlich der Absichten des Übernahmeinteressierten sein.

Schließlich besteht, zumindest theoretisch, die Möglichkeit, dass sich der Nachfolger der Autorität des Alteigentümers unterwirft. Hierdurch hätte letzterer die Möglichkeit die Nichteinhaltung von unverbindlichen Zusagen unterbinden könnte. Dieses könnte z.B. dadurch geschehen, dass der Alteigentümer noch für eine gewisse Zeit die Kapitalmehrheit am Unternehmen hält. Ein derartiges Design wäre aber wiederum suboptimal im Hinblick auf Anreizmechanismen, da der Nachfolger hierdurch faktisch zu einer Art verkappter Fremdmanager würde und entsprechend die abhängigen Arbeitsverhältnissen immanenten Principal-Agent-Probleme zum tragen kämen. Zudem steht zu vermuten, dass sich speziell die besonders qualifizierten Nachfolgeinteressenten auf eine derartige Regelung nicht einlassen werden und es somit zu einer unerwünschten Negativselektion der Kandidaten kommen kann.

### **3.2.2 Moral Hazard durch den Nachfolger**

Zu Moral Hazard kann es kommen, wenn nach erfolgter Übergabe zumindest wesentliche Kapitalanteile im Besitz des Alteigentümers oder seiner Familie verbleiben und entsprechend das unternehmerische Risiko nicht vollständig auf den Nachfolger übergeht. Sein Verhalten wirken sich daher in erheblichem Maße auf den Alteigentümer oder dessen Familie aus (STEPHAN 2002, S. 63). Da sich die Ziele des Nachfolgers nicht notwendigerweise mit denen des dann nur noch kapitalmäßig beteiligten Alteigentümers decken müssen, sind hier die typischen Principal-Agent-Konflikte vorprogrammiert.

Als einfache Gegenmaßnahme bietet sich eine möglichst vollständige Übertragung der Eigentumsrechte am Unternehmen an, durch den dieser Interessengegensatz zwischen Prinzipal (Alteigentümer) und Agent (Nachfolger) gegenstandslos würde. Diese Vorgehensweise bietet zudem noch den Vorteil, dass der Nachfolger durch die Übernahme signalisiert, dass er an seine Fä-

---

einer anonymen großstädtischen Umgebung mit deutlich geringerer sozialer Kontrolle geschieht.

higkeiten glaubt, das zur Nachfolge anstehende Unternehmen erfolgreich leiten zu können.<sup>33</sup>

Des weiteren kann es zu Moral Hazard kommen, wenn sich beide Vertragspartner auf Ratenzahlung des Kaufpreises einigen, es faktisch also zu einer Darlehensgewährung seitens des Alteigentümers an seinen Nachfolger kommt. Hierdurch entstehen Anreize zu opportunistischem Verhalten des Übernehmers in Form einer bewussten Inkaufnahme höherer Risiken, da er die aus Geschäften mit dem Fremdkapital erzielten Gewinne komplett vereinnahmen kann, für Verluste aber maximal bis zur Höhe seines Vermögens einstehen muss. Es ist ihm daher möglich, die Risiken teilweise auf den Übergeber abzuwälzen ohne ihn bei positivem Ausgang einer riskanten Transaktion an den zusätzlichen Gewinne beteiligen zu müssen.

Der einzig sichere Schutz hiergegen besteht für den Alteigentümer darin, auf eine sofortige Zahlung des Kaufpreises zu bestehen. Dies wird nicht immer möglich sein, da es insbesondere bei hohen Unternehmenswerten den potentiellen Nachfolger kaum möglich sein wird, den Kaufpreis aus ihrer Portokasse zu begleichen und die Übergabe an ansonsten geeignete Kandidaten scheitern kann. Tatsächlich stellen Finanzierungsschwierigkeiten seitens des Nachfolgers das Hauptproblem bei externen Unternehmensnachfolgen dar (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 57 ff. und SCHRÖER/KAYSER 2006, S. 26). Ersatzweise wird der Übergeber genau auf die Bonität seines Nachfolgers achten müssen, was in der Praxis auch geschieht (SCHLÖMER/KAY 2008, S. 55).

---

<sup>33</sup> Vgl. diesbezüglich auch Abschnitt 3.1.1



#### 4. Zusammenfassung

Speziell im Zuge einer familienexternen Nachfolgeregelung kann es zu Problemen aufgrund asymmetrischer Informationsverteilungen zwischen den Beteiligten kommen. Diese können sowohl zulasten des Alteigentümers als auch des Übernahmeinteressierten gehen. Vorvertraglich werden beide Verhandlungspartner mit Qualitätsunsicherheiten konfrontiert. Der Alteigentümer hat ex ante keine Möglichkeit, die Eignung eines möglichen Nachfolgers zuverlässig zu beurteilen, der seinerseits den Wert des zur Übergabe anstehenden Unternehmens nur grob einschätzen kann. Nachvertraglich sieht sich der Alteigentümer insbesondere dann Verhaltensunsicherheiten durch Moral Hazard oder Hold-up seitens des Nachfolgers ausgesetzt, wenn für ihn neben den monetären Aspekten auch bestimmte ideelle Werte im Hinblick auf "sein" Unternehmen wichtig sind.

Obwohl sich die asymmetrische Information zulasten des Übernahmeinteressierten weitgehend auf die Qualitätsunsicherheit bezüglich des tatsächlichen Wertes des Unternehmens beschränkt, ist gerade dieser Punkt von zentraler Bedeutung, da die Gefahr besteht, dass es zu einer adversen Selektion kommt und hierdurch der Unternehmensübergabe scheitert. Daher wurde dieser Punkt eingehend analysiert. Hierbei stellt sich heraus, dass diese Form der Qualitätsunsicherheit den Erfolg der Nachfolgersucher zwar be- aber nicht verhindert, sofern das Unternehmen grundsätzlich übergabewürdig ist. Sehr wohl können diese Informationsasymmetrien aber eine zeitliche Verzögerung des Nachfolgeprozesses bewirken. Zudem verhindern sie die Festlegung eines dem Wert des individuellen Unternehmens angemessenen Kaufpreises. Da der Übernehmer diesen nicht beobachten kann, wird er sich an Durchschnittswerten orientieren.

Hinsichtlich möglicher Lösungen zur Vermeidung oder wenigstens Reduzierung der im Zuge der Unternehmensnachfolge aus Informationsasymmetrien resultierenden Probleme bleibt festzuhalten, dass den einzelnen Problemen isoliert betrachtet durchaus wirkungsvoll begegnet werden kann. So können die Auswirkungen der vorvertraglichen Qualitätsunsicherheiten mittels zuverlässiger Signale der jeweils besser informierten Seite begrenzt werden. Alternativ kann die schlechter informierte Seite durch Methoden des Screenings selber aktiv werden. Moral Hazard aufgrund möglicher Prinzipal-Agenten-Konstellation kann durch die zügige vollständige Übertragung aller Unternehmensanteile vermieden werden. Hold-up-Gefahren können durch Signale des Nachfol-

gers, gegebenenfalls in Kombination mit der Nutzung von Reputationseffekten, zurückgedrängt werden.

Allerdings kommt es häufig zu Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Formen von asymmetrischer Information, die zu zusätzlichen Problemen führen. So kann der Alteigentümer beispielsweise durch Halten von Unternehmensanteilen über den Zeitpunkt der Übergabe der Geschäftsführung hinaus signalisieren, dass er vom Wert seines Unternehmens überzeugt ist. Andererseits wäre es im Hinblick auf die Vermeidung von Moral Hazard infolge von Principal-Agent-Konstellationen von Vorteil die Unternehmensanteile so schnell wie möglich vollständig auf den Nachfolger zu übertragen.

## Anhang: Formale Herleitung der Problematik der Qualitätsunsicherheit im Hinblick auf den Wert des zur Übergabe anstehenden Unternehmens

Im folgenden sollen die verbalen Erläuterungen aus dem allgemeinen Teil anhand eines formalen Beispiels konkretisiert werden.<sup>34</sup> Hierzu wird unterstellt, dass es zwei Individuen  $i = 1, 2$  gebe mit

$i = 1$ : potentieller Unternehmensübertragender und

$i = 2$ : potentieller Unternehmensübernehmender

Es sei  $G$  der Gewinn, den das zu übertragende Unternehmen pro Periode abwirft,  $p$  der Verkaufspreis und  $\theta_i$  ein individueller Diskontfaktor zur Berücksichtigung der Gegenwartspräferenz der Individuen mit  $1 \leq \theta_i < \infty$ . Des Weiteren ist  $\theta_i$  umso kleiner, je größer die Gegenwartspräferenz des jeweiligen Akteurs ist.

Für  $i = 1$  lohnt sich die Übertragung des Unternehmens dann und nur dann wenn gilt:  $\theta_1 \cdot G \geq p$ , d.h. wenn der Gegenwartswert der Gewinne mindestens dem erzielbaren Kaufpreis entspricht. Anderenfalls wäre es für ihn günstiger das Unternehmen selber weiterzuführen. Für  $i = 2$  wiederum lohnt sich die Übernahme nur wenn gilt:  $\theta_2 \cdot G \leq p$ .

Da der Übergabewillige vermutlich eine kürzere Restlebensspanne als der potenzielle Übernehmer hat soll gelten  $\theta_2 > \theta_1$ ,<sup>35</sup> d.h. die Unternehmensübergabe stellt eine Pareto-Verbesserung dar.

Aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung kennt nur der Verkäufer  $G$  genau. Der mögliche Käufer weiß lediglich, dass  $G \in [G_{\min}, G_{\max}]$  wobei im weiteren Verlauf der Analyse zum Zwecke der Vereinfachung angenommen werden soll, dass  $G$  innerhalb dieses Intervalls gleichverteilt sei und das gilt  $G_{\min} = 0$ .<sup>36</sup>

Für ein beliebiges Unternehmen gilt somit  $E(G) = \frac{1}{2} \cdot G_{\max}$ .

---

<sup>34</sup> Dieses Beispiel baut auf einem von TIROLE (1995, S. 238 ff.) angeführten Ansatz zur Problematik des Gebrauchtwagenmarktes auf.

<sup>35</sup> Im Extremfall, wenn der Übergabende weiß, dass er die Folgeperiode nicht mehr erleben wird, nimmt  $\theta_1$  den Wert 1 an.

<sup>36</sup> Da sich das Interesse ein Unternehmen zu übernehmen, das dauerhaft Verluste produziert, mutmaßlich in engen Grenzen halten wird, stellt dies keine allzu schwerwiegende Annahme dar.

Der maximale Preis, den der Käufer ohne weitere Informationen über das Unternehmen zu zahlen bereit wäre beträgt entsprechend  $\hat{p} = \theta_2 \cdot \frac{1}{2} G_{\max}$ .

Angenommen der Übergabewillige wäre bereit, sein Unternehmen zu diesem Preis  $\hat{p}$  zu übertragen, so wäre die Durchführung der Transaktion keinesfalls sichergestellt, da die Akzeptanz dieses Preises durch den Verkäufer für den möglichen Käufer ein implizites Qualitätssignal darstellt. Da der potenzielle Nachfolger weiß, dass  $\hat{p} \geq \theta_1 \cdot G$  gelten muss, kann er daraus schließen, dass gilt  $G \in \left[0, \frac{\hat{p}}{\theta_1}\right]$  mit  $\frac{\hat{p}}{\theta_1} \leq G_{\max}$ . Unternehmen mit einem höheren Periodengewinn werden zu diesem Preis schlicht nicht verkauft. Die "Durchschnittsqualität" sinkt auf  $E(G(\hat{p})) = \frac{1}{2} \cdot \frac{\hat{p}}{\theta_1}$  und entsprechend der Preis den der Übernehmer unter diesen Umständen maximal zu zahlen bereit ist auf  $\tilde{p} = \frac{1}{2} \cdot \frac{\hat{p}}{\theta_1}$ , worauf der zuvor beschriebene Mechanismus erneut ablaufen kann.

Aufgrund der Besonderheiten der Unternehmensnachfolgeproblematik wird es dennoch früher oder später zu einem Verkauf kommen. Da die Gegenwartspräferenzen der Beteiligten (und somit deren Diskontfaktoren  $\theta_i$ ) entscheidend von der Restlebenserwartung abhängen, können die Präferenzunterschiede zwischen Übergeber und möglichem Nachfolger hinreichend groß sein, um einen Verkauf zu ermöglichen. Im obigen Beispiel wäre das der Fall, wenn die Bedingung  $\theta_2 \geq 2\theta_1$  erfüllt ist: In diesem Fall würden nämlich die guten Qualitäten dem Markt erhalten bleiben, die Bereitschaft zum Verkauf zu diesem Preis stellt somit kein negatives Qualitätssignal dar und die Ingangsetzung der Abwärtsspirale bleibt aus.

Selbst wenn das in der Ausgangssituation nicht der Fall sein sollte, steht zu erwarten, dass sich der Zeitfaktor positiv auswirken wird: Da die Restlebensspanne des (mutmaßlich deutlich älteren) Übergabewilligen geringer als die eines möglichen Übernehmers sein dürfte, wird der Diskontfaktor nach Ablauf einer Periode beim Übergeber relativ stärker sinken als beim Übernehmer. D.h. es gilt  $0 > \frac{\delta \theta_2}{t} > \frac{\delta \theta_1}{t}$  und die Diskontfaktoren werden im Zeitablauf relativ zueinander immer weiter auseinanderfallen.

## Literaturverzeichnis

Aklerof, G. (1970): The market for lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics 84, S. 488-500

Schlömer, N.; Kay, R. (2008): Familienexterne Nachfolge - Das Zusammenreffen von Übergebern und Übernehmern, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): IfM-Materialien Nr. 182, Bonn

Schlömer, N; Gude, K.; Kay, R. (2008), Unternehmensnachfolge im Mittelstand - Auswirkungen der Vor- auf die Nachübergabephase, 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

Schröer, S.; Kayser, G. (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

Stephan, P. (2002): Nachfolge in mittelständischen Familienunternehmen. Handlungsempfehlungen aus Sicht der Unternehmensführung, Wiesbaden

Tirole, J. (1995): Industrieökonomik, München

Varian, H. (1981): Mikroökonomie, München

Wolter, H.-J.; Hauser, H.-E. (2001): Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland - Eine Auseinandersetzung mit der qualitativen und quantitativen Definition des Mittelstands, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 90 NF, Wiesbaden, S. 25-77.