

# »» Korrektur von Investitionsplänen im Mittelstand: Auch zu optimistische Erwartungen spielen eine Rolle

Nr. 174, 7. Juli 2017

Autoren: Dr. Inga van den Bongard, Universität Mannheim  
Dr. Michael Schwartz, Telefon 069 7431-8695, research@kfw.de

Die Anpassung von Investitionsplänen ist eine beständige Größe im Unternehmensalltag. Etwa jedes dritte Investitionsprojekt im Mittelstand wird nicht umgesetzt wie geplant. Jedes Jahr werden dadurch rund 43 Mrd. EUR weniger investiert als ursprünglich angedacht.

Dafür gibt es vielfältige Ursachen. Ein wichtiger Erklärungsansatz: Zu optimistische Geschäftserwartungen des Unternehmensinhabers. Immerhin 290.000 Inhaber überschätzen die Entwicklung des eigenen Unternehmens.

Zeigt ein Inhaber übermäßigen Optimismus, steigt die Wahrscheinlichkeit, ein Projekt auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben. Warum? Die Erklärung liefert die Psychologie: Das Eingestehen einer eigenen Fehleinschätzung fällt grundsätzlich schwer, es ist aber leichter „zu ertragen“, wenn nur verschoben als komplett abgebrochen wird.

Das ist das Ergebnis einer gemeinsamen Analyse von KfW Research und den Universitäten Mannheim sowie Wuppertal auf Basis des KfW-Mittelstandspanels.<sup>1</sup>

## Jedes dritte Investitionsprojekt im Mittelstand wird nicht umgesetzt wie geplant

In der Unternehmenspraxis werden Investitionspläne regelmäßig korrigiert. Konkret heißt das: In den letzten zehn Jahren haben die mittelständischen Unternehmen fast jedes dritte Investitionsprojekt nicht umgesetzt wie anfänglich geplant (2006–2015: 31 % im Jahresdurchschnitt – Grafik 1). Die Anpassung von Investitionsplänen ist also normaler Bestandteil der Unternehmensentwicklung, dem allerdings wenig Beachtung geschenkt wird.

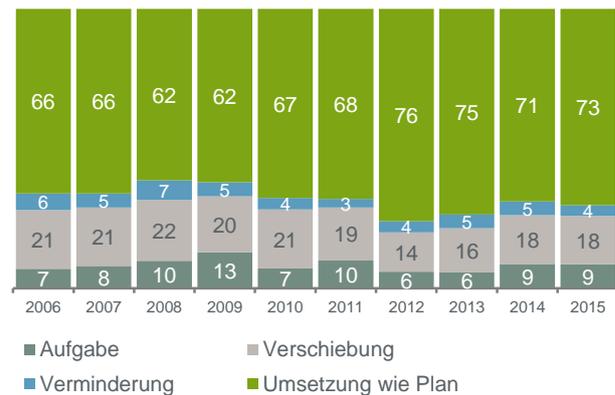
## Revisionen im Jahresverlauf nichts Ungewöhnliches

Viele Faktoren können im Verlauf eines Jahres darauf einwirken, dass Anpassungen in den ursprünglichen Plänen vorgenommen werden. In Betracht kommen beispielsweise, Veränderungen in den Absatzpreiserwartungen, unerwartete Finanzierungsschwierigkeiten, eine unsichere Nachfrageentwicklung oder Kostenerhöhungen.<sup>1</sup>

Ein besseres Verständnis, warum sich Investitionspläne verändern, ist mehr als angebracht. Das wird deutlich, lenkt man den Blick auf das Investitionsvolumen, das durch nicht realisierte Projekte letztlich unterbleibt: Im Zeitraum von 2005 bis 2015 wurden im Mittelstand durchschnittlich rund 43 Mrd. EUR jährlich in Folge einer Verschiebung, einer Verminderung oder eines Abbruchs ursprünglich geplanter Investitionen nicht investiert – mit Höchstständen in den Krisenjahre 2008 und 2009 von über 60 Mrd. EUR.

## Grafik 1: Investitionspläne werden häufig revidiert

Unternehmensanteile in Prozent (nur Unternehmen mit Investitionsplänen)



Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2007–2016.

## Weniger, später oder gar nicht?

Grundsätzlich lässt sich zwischen i) einem vollständigen Abbruch des Investitionsprojektes, ii) einer Verminderung im Projektvolumen oder iii) einer Verschiebung des Projektes unterscheiden.<sup>2</sup> Die Auswirkungen auf das Investitionsvolumen unterscheiden sich entsprechend, wie die Werte aus dem Jahr 2015 zeigen:

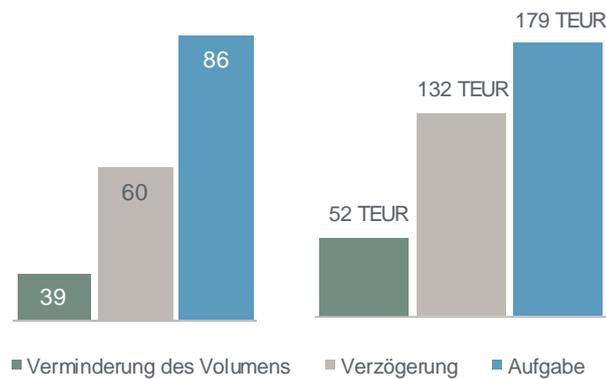
- Bei einer **Verminderung des Volumens** werden durchschnittlich 52 TEUR weniger investiert als geplant (Median: 5 TEUR). Im Durchschnitt werden 39 % des anfänglichen Planvolumens nicht mehr investiert. Das betraf 2015 rund 28.000 Mittelständler.
- Bei einer **Verschiebung des Projektes** werden durchschnittlich 132 TEUR weniger investiert als geplant (Median: 20 TEUR). Das entspricht im Durchschnitt etwa 60 % des anfänglichen Planvolumens. Auf rund 173.000 Unternehmen traf dies 2015 zu.

<sup>1</sup> Der vorliegende Beitrag ist eine erweiterte und leicht modifizierte Version von Betzer, A., van den Bongard, I., Theissen, E. und C. Volkmann (2017), All is not lost that is delayed: Overconfidence and investment failure. Eine frühere Version ist verfügbar unter: <https://ssrn.com/abstract=2893548>.

- Bei einem **vollständigen Abbruch des Investitionsprojektes** werden sogar 179 TEUR im Mittel nicht mehr investiert (Median: 40 TEUR). Im Durchschnitt sind das etwa 86 % des anfänglichen Planvolumens; 60.000 KMU haben dies 2015 getan.

**Grafik 2: Nicht investiertes Volumen bei Planrevisionen**

Links: Durchschnittlicher Anteil am anfänglich geplanten Investitionsvolumen, der infolge der Planrevision nicht mehr investiert wird; Rechts: Durchschnittliches Volumen, das infolge der Planrevision nicht mehr investiert wird.



Anmerkung: Repräsentativ für das Jahr 2015. Einbezogen sind ausschließlich Unternehmen, die nur eine Art der Planrevision angegeben haben. Siehe ausführlich die Erläuterungen in Endnote 2.

Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2016.

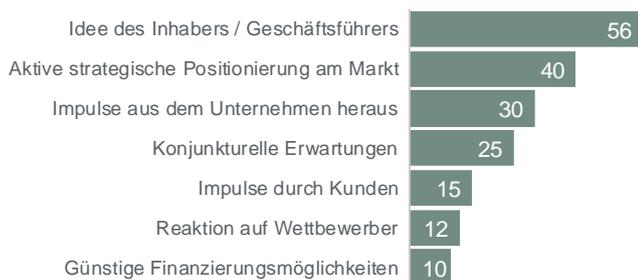
In der Aggregation bedeutet das für das Investitionsvolumen des Jahres 2015 im Mittelstand: Rund 1,5 Mrd. EUR wurden aufgrund von Verminderungen nicht investiert und weitere rund 11 Mrd. EUR durch vollständige Aufgaben. Der Löwenanteil mit knapp 23 Mrd. EUR entfällt auf KMU, bei denen Investitionsprojekte aufgeschoben werden.<sup>3</sup>

**Inhaber bestimmt Investitionen im Mittelstand**

Wie kommt es zu Investitionsentscheidungen bzw. zu Entscheidungen über die Korrektur von Investitionsplänen? Speziell in KMU sind maßgebliche Investitionsentscheidungen – aufgrund der Einheit von Eigentum und Leitung – stark an den Unternehmensinhaber gekoppelt (Grafik 3).<sup>4</sup> Persönliche Erfahrungen, Fähigkeiten, Risikoneigung, Branchenkenntnisse, Ziele oder Problemlösungsverhalten sind nur einige inhaberspezifische Eigenschaften, die Entscheidungen über Investitionen beeinflussen können.

**Grafik 3: Inhaber dominiert Investitionsentscheidungen**

Unternehmensanteile in Prozent



Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2013.

Eine ganze Reihe jüngerer Studien stellt nun eine ganz besondere Eigenschaft von Unternehmenslenkern in den Vordergrund und analysiert deren Folgen für verschiedene Aspekte der Unternehmensentwicklung: eine überdurchschnittlich stark ausgeprägte Selbstsicherheit des Inhabers (Overconfidence oder Overoptimism). Der Erklärungsgehalt scheint dabei hoch: Zu optimistische Erwartungen von Managern die Unternehmensentwicklung betreffend, können zu suboptimalen Unternehmensentscheidungen führen.<sup>5</sup>

Trifft dies auch für das Investitionsverhalten des Mittelstands in Deutschland zu? Anders gefragt: Kann zu stark ausgeprägter Optimismus einen Teil der Korrekturen bei Investitionsplänen erklären?<sup>6</sup>

**290.000 KMU Chefs sind zu optimistisch – und das wiederholt**

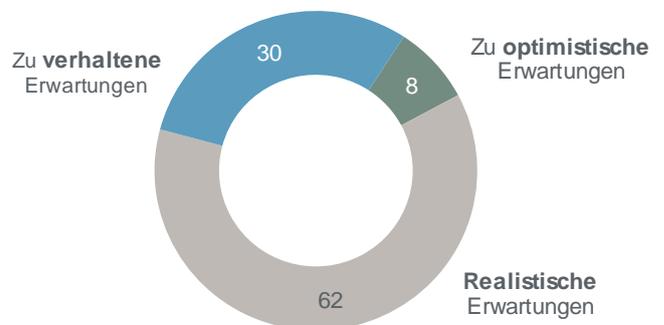
Um **überdurchschnittlich stark ausgeprägte Selbstsicherheit zu bestimmen**, können die Umsatzerwartungen des Inhabers herangezogen werden. Diese werden der tatsächlichen Umsatzentwicklung, im Vergleich zum Konsumentenpreisindex, gegenübergestellt. Übermäßiger Optimismus liegt dann vor, wenn ein Inhaber steigende Umsätze erwartet, das Unternehmen aber nicht wächst (siehe ausführlich den Kasten).

Die Inhaber im Mittelstand liegen mit ihren Erwartungen für das eigene Unternehmen oftmals richtig (Grafik 4).<sup>7</sup> Zwischen 2002 und 2013 wurde in durchschnittlich 62 % der Fälle eine korrekte Erwartungsbildung angenommen. Zu verhaltene Erwartungsbildung tritt bei rund einem Drittel der Fälle auf (30 %).

Zu optimistisch sind rund 8 % der KMU-Inhaber. Das betrifft rund 290.000 Unternehmer. Dabei zeigen ökonometrische Analysen, dass zu großer Optimismus nicht zufällig und einmalig auftritt – sondern in der Person bzw. Persönlichkeit des Inhabers selbst liegende Gründe ausschlaggebend sind.

**Grafik 4: Inhaber im Mittelstand überwiegend realistisch**

Anteile der Inhaber von KMU mit entsprechender Erwartungsausprägung in Prozent; Mittelwerte der Jahre von 2002 bis 2013.



Anmerkung: Die Konstruktion des Indikators zur Ausprägung der Erwartungen kann dem Kasten entnommen werden.

Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf Betzer, A., van den Bongard, I., Theissen, E. und C. Volkmann (2017).

Dabei neigen Männer und Inhaber mit einem Universitätsabschluss eher dazu, zu optimistische Erwartungen zu äußern. Gleiches gilt für Unternehmer, die das betreffende Unternehmen selbst gegründet haben. Auch hier steigt die Tendenz, die Unternehmensentwicklung zu überschätzen, wie multivariate Analysen nahelegen.

## Optimistischere Inhaber generell investitionsfreudiger

Aus früheren Untersuchungen von KfW Research ist bekannt: Es besteht ein grundsätzlich positiver Zusammenhang zwischen positiven Geschäftserwartungen eines Unternehmens und der Investitionsbereitschaft.<sup>8</sup> Aber investieren zu optimistische Unternehmensinhaber dann möglicherweise zu viel bzw. nehmen häufiger unrealistische Investitionsvorhaben in Angriff?

Zumindest eines scheint durch die ökonometrischen Analysen klar – sie sind risikofreudiger: Übermäßig optimistische Inhaber investieren danach eher in kapazitätserweiternde – also eher risikoreiche, kapitalintensive und relativ unsichere – Maßnahmen. Dagegen konzentrieren sich tendenziell vorsichtige Inhaber stärker auf Ersatzinvestitionen.

## Korrektur von Investitionsplänen häufiger bei zu optimistischen Erwartungen

Die aktuelle Analyse belegt: Optimistische Erwartungen der Unternehmer rufen ein Plus an Investitionen hervor. Darüber hinaus finden sich außerdem Belege dafür, dass tatsächlich die ex-ante Überschätzung des Unternehmenswachstums ein wesentlicher Punkt zur Erklärung von späteren Korrekturen der Investitionspläne ist: Je größer der Über-Optimismus des Inhabers ausgeprägt ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein ursprünglich geplantes Investitionsprojekt nicht 1:1 umgesetzt wird. Die Ergebnisse geben daher starken Anlass zur Vermutung, dass die durch zu optimistische Erwartungen getroffenen, suboptimalen Investitionsentscheidungen aus der Vergangenheit korrigiert werden (müssen).

Nicht alle Varianten einer Planrevision sind unserer Analyse zufolge auf zu optimistische Erwartungen des Inhabers zurückzuführen. Ein statistischer signifikanter Zusammenhang zu optimistischer Erwartungen auf Inhaberseite lässt sich im Speziellen für die zeitliche Verschiebung eines Investitionsprojektes zeigen.

## Warum aber sind nur Verzögerungen betroffen?

Die Erklärung liefert die Psychologie mithilfe der Dissonanztheorie:<sup>9</sup> Das Eingeständnis der eigenen Fehleinschätzung fällt grundsätzlich schwer und ruft so genannte „kognitive Dissonanzen“ beim Betroffenen hervor. Diese sind für den Inhaber (bzw. allgemein Entscheidungsträger) leichter „zu ertragen“, wenn das suboptimal geplante Investitionsvorhaben lediglich auf später verschoben als in abgespeckter Form umgesetzt oder gar komplett abgebrochen wird. Besonders

letzteres würde im Eingeständnis eines vollständigen Scheiterns resultieren.

## Zusammenfassung

Dass zu optimistische Erwartungen Unternehmensentscheidungen beeinflussen, ist bekannt. Speziell die Auswirkungen auf Finanzentscheidungen sind Gegenstand lang geführter Debatten. Erstmals lässt sich dies auch nun für mittelständische Unternehmen im Kontext ihres Investitionsverhaltens zeigen. Zu optimistische Geschäftserwartungen des Unternehmensinhabers führen dazu, dass Investitionspläne häufiger korrigiert werden müssen. Die Wahrscheinlichkeit, ein Projekt auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben, steigt. Ein wiederholter Blick auf Grafik 1 zeigt dabei, dass Verschiebungen die mit Abstand häufigste Form der Planrevision darstellen. Fast zwei Drittel aller nicht vollständig umgesetzten Investitionsvorhaben im Mittelstand fallen darunter. ■

## Datenbasis und Methode

Das **KfW-Mittelstandspanel** wird seit dem Jahr 2003 als Wiederholungsbefragung der kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland durchgeführt. Zur Grundgesamtheit gehören alle privaten Unternehmen sämtlicher Wirtschaftszweige, deren Umsatz die Grenze von 500 Mio. EUR pro Jahr nicht übersteigt. Mit einer Datenbasis von bis zu 15.000 Unternehmen pro Jahr stellt das KfW-Mittelstandspanel die einzige repräsentative Erhebung im deutschen Mittelstand dar (weiterführend: [www.kfw-mittelstandspanel.de](http://www.kfw-mittelstandspanel.de)).

Die vorliegende Untersuchung nutzt die Erhebungsjahre 2003 bis 2014 und berücksichtigt KMU mit Angaben zu Investitionsplänen innerhalb der 12-Jahresspanne. Um eventuelle **Overconfidence** zu bestimmen, werden die Umsatzerwartungen des Inhabers herangezogen und der tatsächlichen Umsatzentwicklung im Folgejahr, im Vergleich zum Konsumentenpreisindex, gegenübergestellt. Der daraus entstehende Erwartungsfehler kann drei Ausprägungen annehmen: Erwartung steigender Umsätze, aber das Unternehmen wächst nicht (1=“**Overconfidence**“), korrekte Erwartungsbildung des Inhabers (0), Erwartung nicht steigender Umsätze, aber das Unternehmen wächst (-1=“**Underconfidence**“).

Untersucht wird in erster Linie der Zusammenhang zwischen dem Ausmaß dieses Erwartungsfehlers und Investitionsentscheidungen des Inhabers. Die **Regressionsanalysen** erfolgen mittels Tobit-Modellen sowie multinominalen Logit-Modellen. Um den Einfluss zu isolieren, werden unternehmensspezifische Merkmale sowie soziodemografische Daten zum Unternehmensinhaber berücksichtigt.

<sup>1</sup> Schwartz, M. (2014), KfW-Mittelstandspanel 2014: Mittelstand spürt Wachstumsschwäche in Europa und rüstet sich für schwierigere Zeiten, KfW Research, Frankfurt am Main. Siehe hier die Ergebnisse der jährlichen Zusatzbefragung in Grafik 22.

<sup>2</sup> Im Rahmen der Erhebung des KfW-Mittelstandspanels sind für die befragten Unternehmen grundsätzlich mehrere Antworten parallel möglich, d. h. ein Unternehmen kann beispielsweise sowohl mindestens ein Investitionsvorhaben verschoben und mindestens ein Investitionsvorhaben aufgegeben haben. Um die Qualität und Aussagekraft der vorliegenden Analyse zu gewährleisten, wurden ausschließlich Beobachtungen einbezogen, bei denen nur eine der möglichen Arten der Investitionsplanrevision vollzogen wurde.

<sup>3</sup> Daneben gab es noch rund 200.000 Unternehmen die mehrere Planrevisionsarten aufzuweisen hatten.

<sup>4</sup> Schwartz, M. (2013), KfW-Mittelstandspanel 2013: Solider Gesamteindruck trotz Sand im Getriebe, KfW Research, Frankfurt am Main. Siehe Grafik 15.

<sup>5</sup> Malmendier, U. und G. Tate (2005), CEO overconfidence and corporate investment, *The Journal of Finance* (60), S. 2661–2700. – Cassar, G. und H. Friedman (2009), Does self-efficacy affect entrepreneurial investment? *Strategic Entrepreneurship Journal* (3), S. 241–260.

<sup>6</sup> Der vorliegende Beitrag basiert auf Betzer, A., van den Bongard, I., Theissen, E. und C. Volkmann (2017), All is not lost that is delayed: Overconfidence and investment failure. Eine frühere Version ist verfügbar unter: <https://ssrn.com/abstract=2893548>.

<sup>7</sup> Eine alternative Spezifikation unter Nutzung von Beschäftigungsangaben (Erwartung und tatsächliche Entwicklung) anstelle des Umsatzmaßes bestätigt die Ergebnisse der im Text vorgelegten umsatzbasierten Analyse.

<sup>8</sup> Gerstenberger, J. und M. Schwartz (2014), Unsicherheit kostet mittelständische Investitionen: Sichere Rahmenbedingungen nötig, *Fokus Volkswirtschaft* Nr. 66, KfW Research, Frankfurt am Main. – Schwartz, M. und J. Gerstenberger (2015), Alterung im Mittelstand bremst Investitionen, *Fokus Volkswirtschaft* Nr. 85, KfW Research, Frankfurt am Main.

<sup>9</sup> Die Grundgedanken der Dissonanztheorie wurden vor etwa 60 Jahren gelegt: Festinger, L. (1957), *A theory of cognitive dissonance*, Row Peterson, Evanston, Illinois.