

1. Juli 1998

## Grösse, Stärke, Risk and Return

Das Alte stürzt, es ändert sich die Zeit  
und neues Leben blüht aus den Ruinen.

Friedrich Schiller, Wilhelm Tell

### 1. Der Fall der UBS?

Meisterhaft konzertiert war die Lancierung eines Buchs, das den Aufstieg der einst so stolzen Schweizerischen Bankgesellschaft und deren Ende im Aufgehen in der neuen UBS darstellt. Schon Wochen vor der Herausgabe wurden, kleinen Nadelstichen gleich, mehr oder weniger brisante Details über die angeblich wahren Hintergründe für die Fusion mit dem Schweizerischen Bankverein kolportiert. So war denn das geneigte Leserpublikum in erwünschtem Ausmasse vorbereitet und die Stimmung angeheizt, um das Buch auf Anhieb auf die Bestsellerlisten zu hieven. Marketing kennt heute keine Grenzen mehr (inklusive jene des Anstands): Mit einem Verkaufsstand vor dem Hauptsitz an der Bahnhofstrasse 45 wurde gleich auch die wichtigste Zielkundschaft angehechelt.

Die Lektüre erweist sich dann allerdings als bedeutend weniger brisant. Einmal mehr wird der Prozess der Umformung von Wirtschaftssubjekten im Rahmen der gegenwärtigen Strukturveränderungen auf eine reine Persönlichkeitsfrage reduziert. Ja, man könnte noch böser sagen: auf eine Soap-Opera, die mit den üblichen Charakteren (die einen sind die Bösen, die andern die Lieben, dann hat's noch zwei, drei arme Eigentlich-Unschuldige usw.) auskommt. So hat man früher Geschichte unterrichtet. Die Entwicklung des Deutschen Reiches von Karl Martell bis Konrad Adenauer als Abfolge von Geschichten über Kaiser und Könige, möglichst noch mit auswendig zu lernenden Lebensdaten. Und ohne die Einsicht, dass doch in den meisten Fällen viele dieser Personen

auswechselbar gewesen wären, weil nämlich viel grundlegendere gesellschaftspolitische Strömungen genau dasselbe bewirkt hätten, was man als Taten oder Untaten den jeweiligen Exponenten zuschreibt.

Selbstverständlich entbehrt es nicht einer gewissen Attraktivität, mit dem konkreten Verhalten leibhaftiger Gestalten Geschichte greifbar zu machen. Wenn also im Falle der UBS der eine anscheinend zu oft auf dem Golfplatz und noch viel öfter beim Après-Golf angetroffen wird, so erfreut das natürlich das Gossip-begierige Herz. Und wenn der andere als sturer Schweizer Obrist mit wenig Sinn für Fehlerkorrekturen, dafür mit umso mehr Neigung zur Darstellung der eigenen schnittigen Figur beschrieben wird, dann ist auch das ein Volltreffer im Umgang mit einem bestimmten Leserpublikum. Wenn schliesslich gezeigt wird – darin gipfelt ja die These des Buchs –, wie das nackte Grauen vor der Gefahr, kurz nach Übernahme der exekutiven Macht eine ziemlich eklatante Unordnung im wichtigsten und zugleich risikoreichsten Geschäftsbereich zugeben zu müssen, einen stämmigen Bündner in die Arme der Konkurrenz treibt, dann ist das Ziel erreicht: Ohne ein bisschen Horror und Terror kommt ja auch die harmloseste Seifenoper nicht aus.

Nur: Damit ist „der Fall der UBS“ eben noch lange nicht hinreichend beschrieben und erklärt. In diesem Anlagekommentar wird versucht, den negativen Personenkult von den grundlegenden Strömungen intellektuell zu trennen und aus den Erkenntnissen über diese grundlegenden Strömungen Schlüsse zu ziehen, die über das Einzelereignis und den Einzelfall hinaus von Bedeutung sind. Wobei uns allerdings fernliegt, die gegenwärtigen und früheren Exponenten der betreffenden Bankunternehmung von jeglicher Verantwortung freizusprechen. Beileibe nicht. Man kann sich eben auch in schwierigen Zeiten so oder anders verhalten, intelli-

genter oder dümmer, bescheidener oder überheblicher, strategisch denkend und handelnd oder lediglich taktierend und lavierend, verantwortungsbewusst oder lediglich macht- und geldgierig. Im vorliegenden Fall hat mit Sicherheit eine unselige Verknüpfung negativer Faktoren und Eigenschaften das stossende Ergebnis beschleunigt und verstärkt.

## 2. Die ökonomische Faktenlage

Strukturwandel wird vom grossen Publikum in erster Linie als unangenehme bis bedrohliche Entwicklung angesehen, die das Bestehende grundlegend in Frage stellt und deshalb auch bald einmal liebgewordene Besitzstände angreift, darüber hinaus aber viel weitergehend die sozialen und politischen Arrangements ebenso einem Bewährungstest unterzieht wie die wirtschaftlichen Strukturen. Mit dem einen Unterschied, dass der Wandel bei den Wirtschaftssubjekten bedeutend schneller vor sich geht - gehen muss, weil sonst bald einmal der Ruin droht.

Der Wandel bei den Akteuren im Finanzgeschäft kann im wesentlichen auf eine Neuverteilung von Kapitalressourcen reduziert werden. Es gab die goldene Zeit im schweizerischen Bankgeschäft, in der über Kapitalallokation höchstens am Rande nachgedacht wurde. Man war eine Bank, und weil man eine Bank war, betrieb man hauptsächlich das Kreditgeschäft, und man betrieb dieses je nachdem erfolgreicher (wie die SBC, die fast allen grossen Kreditkatastrophen entgehen konnte) oder auch mit weniger Geschick (wie etwa der Bankverein, der gerne da und dort Abschreibungsbedarf aufbaute). Die Frage des Einsatzes der Eigenmittel stellte sich eigentlich nur, wenn es um die korrekte Berichterstattung an die vorgesetzten Behörden oder an eine Rating-Agentur ging.

In welchem Geschäftszweig die Eigenmittel am sinnvollsten zum Einsatz gelangen sollen, war deshalb keine Frage, weil man das Bankgeschäft in einem kapitalmässig durch und durch abgeschotteten Markt betreiben konnte. Den Ausländern war der Kauf von Schweizer Bankaktien weitestgehend verwehrt. Gegenüber dem Schweizer Anleger konnte man sich eine Unternehmenspolitik leisten, die ihm etwa so viel Rendite verschaffte wie der Genossenschaftsanteil einer

Alpkorporation. Es würde sich vielleicht lohnen, das wirtschaftliche Verhalten der Schweizer Banken zu ihrer Blütezeit aus diesem sozioökonomischen Blickwinkel zu beurteilen. Vieles würde wohl eher an korporatistische Strukturen erinnern und nur wenig an Kapitalismus, der ja wesensgemäss mit Kapital verknüpft ist und nicht mit dem Prinzip des Mitgliedschaftsrechtes. Am augenfälligsten für dieses korporatistische Wesen war für den Wegelin-Kommentator immer die an proletarische Volkskongresse gemahnende Generalversammlungskultur mit ihrer beinahe sakralen Atmosphäre und der weitgehend oppositionslosen Gefolgschaft durch die Genossenschafts-„Aktionäre“.

Kein Zweifel: Diese Struktur bewährte sich in der Blütezeit des schweizerischen Bankwesens, aber sie brachte auch Führungskräfte hervor, die hoffnungslos überfordert sein würden, falls sich an den Rahmenbedingungen einmal etwas ändern sollte. Und es änderte sich dann eben. Echte Krisen sind immer komplex und multikausal. Anfangs der Neunzigerjahre kollabierte der Immobilienmarkt (als wichtigstes Kreditsubstrat der Banken) und die Rezession in Europa begann und die Aktionärschaft wurde (wegen der Optionen auf Namenaktien) plötzlich dem ausländischen Publikum zugänglich und die institutionellen Investoren wurden renditebewusst und die grossen Investmentbanken in London und in Amerika begannen auf einmal davonzurennen und man hatte Integrationsprobleme mit all den ausländischen Akquisitionen und man wollte trotzdem global ganz vorne mit dabei sein und man hatte die wesentlichsten Daten weltweit überhaupt nicht im Griff und und und...

Wie sollte eine Unternehmung, eine Führungsmannschaft, ein Verwaltungsrat, die ihr ganzes Leben allesamt noch nie wirklich darüber nachdenken mussten, wie und wo Kapital am sinnvollsten zum Einsatz gelangt, sondern sich bis anhin lediglich darauf beschränkt hatten, die Kapitalallokation als gegeben zu betrachten, allenfalls sich der mit der statischen Kapitalallokation verbundenen Machtfülle zu erfreuen - wie sollte eine solche Struktur den mit einer Neuverteilung von Kapital notwendigerweise verbundenen Verteilungskampf bewältigen können? Das konnte ja nur schiefgehen. Mehr oder weniger; faktisch leider mehr (siehe oben).

Was bedeutet denn Neuverteilung von Kapital konkret? Es heisst nichts anderes, als dass zu entscheiden ist, ob man nun sein Schwergewicht tatsächlich im Hypothekengeschäft Schweiz (einer trotz allem ziemlich risikoarmen Angelegenheit) oder im aus damaliger Sicht bei weitem mehr Rendite versprechenden Investmentbanking legen will. Kapital ist wie jedes ökonomische Gut knapp, und deshalb will die Sache gut überlegt sein. Kapital sucht nicht nur Rendite, sondern es will auch wissen, mit welchem Risiko die Rendite verbunden sein wird. Darauf ist noch zurückzukommen.

Weshalb nun aber bei dieser Neuverteilung von Kapital am Schluss eine solche Brachialübung in Form einer Fusion? Weshalb die faktische Selbstaufgabe einer einst stolzen Bank? Weshalb kein Versuch, „es“ doch noch aus eigener Kraft zu versuchen?

Es gilt, eine kleine „Ökonomie der Fusion“ zu entwickeln, um dieser Frage zu Leibe zu rücken.

### 3. Fusionen weshalb?

Einem Kulturschock gleich kommt die grosse Anzahl von Fusionen, wie sie seit einiger Zeit das Bild unserer Wirtschaft prägen. Seit 1993 zählen wir in der Schweiz nicht weniger als 1800 solcher Kapitaltransaktionen (Quelle: M&A Review Database). Über 1800 grössere und ganz grosse Firmen in der Schweiz also, bei denen sich Grundlegendes geändert hat! Der Kulturschock ist berechtigt. Mehr noch: Geradezu erdbebenartig wirken die Zusammenschlüsse, wenn es sich bei den beiden Partnern um bereits sehr grosse Unternehmungen handelt und nach durchgeführter Operation ein Megariese vor uns steht. Denn folgenlos ist der Eingriff ja keineswegs: Überlappende Tätigkeitsbereiche werden optimiert, wobei Arbeitsplätze eliminiert, Kundenbeziehungen gekappt, Unternehmenskulturen verändert werden. Die externen Kosten von Fusionen sind hoch und können vom Publikum ohne weiteres wahrgenommen werden, was dann im politischen Bereich zu Eruptionen führt, die stark von konservativem Gedankengut geprägt sind.

Dass Fusionen auch noch andere, bei weitem positivere Nebenwirkungen haben, bleibt infolge ihres eher verdeckten Auftretens unerkannt. Fusionen schaffen Arbeitsplätze -

nicht bei den fusionierenden Partnern zwar, wohl aber im unternehmerischen Umfeld. Denn oft verlassen nicht die „Lahmen und Blinden“ die Fusionspartner, sondern die Besten und Wägststen, die sich anderswo mehr Zukunft versprechen und dem jeder Fusion zwangsweise folgenden internen Machtkampf weichen. Meistens folgen auch die Kundenbeziehungen diesen „Fahnenflüchtigen“, was bewirkt, dass Drittunternehmungen von Fusionen in hohem Ausmasse profitieren. Bei einer „Megafusion“ ist es dann eben eine Vielzahl solcher Mit-Esser.

So umstritten Fusionen im grossen Publikum sind, so einfach ist im Grunde genommen ihre ökonomische Einordnung. Nebst der Gründung, dem Aufbau und der Liquidation einer Gesellschaft ist die Fusion eine weitere Form eines gestaltenden Eingriffs in das Wesen, den Umfang und die Tätigkeit einer Unternehmung. Die Fusion mit all ihren vom Recht gewährten Variationen gehört unabdingbar zu einer lebendigen, gesunden Volkswirtschaft. Das Stichwort heisst *Durchlässigkeit* und bedeutet Offenheit für Aufsteiger, unsubventioniertes Ende für Absteiger, weniger Einschränkung des Erfolgreichen im Wettbewerb, keine Strukturzerhaltung des hoffnungslos Veralteten, und eben: freie Möglichkeit des Zusammenschlusses.

Aus Sicht der Unternehmung werden meist folgende drei wirtschaftliche Gründe für eine Fusion genannt:

(a) *Synergie*, „Gewinne aus Zusammenarbeit“. Grundsätzlich geht es darum, dass zwei jeweils etwas einseitig gelagerte Partner sich ideal ergänzen oder dass hohe Fixkosten sich besser verteilen lassen. Im Vordergrund stehen Synergien im betrieblichen Bereich, z.B. die Forschungsaufwendungen in der Pharmaindustrie. Durch die neue Grösse kann von den „economies of scale“ (sinkende Durchschnittskosten bei gleichen oder höheren Durchschnittserträgen) vollumfänglich profitiert werden.

(b) *Bessere Markterschliessung*, gegebenenfalls durch Ausschaltung eines Konkurrenten. Im Extremfall kann eine solche Strategie zur Monopolisierung des Marktauftritts führen. Fusionen mit letzterer Zielsetzung sind dann Gegenstand von regulatorischen Eingriffen der Kartellbehörden.

(c) *Diversifikation*, d.h. Reduktion der Risiken in der Ertragslage der Unternehmung. In der Erschliessung verschiedener nicht korrelierender Absatzmärkte liegt die Logik dieser Fusionsstrategie. Gegebenenfalls verlockt gar eine Strategie, absolut gegenläufige (d.h. negativ korrelierende) Unternehmensteile zusammenzuführen. Das bekannte, akademische Beispiel dafür ist das Unternehmenskonglomerat für schwarze und rote Tinte: Wenn in guter Konjunkturlage die Betriebe schwarze Zahlen schreiben, lässt sich die dunkle Tinte verkaufen - in rezessiven Zeiten dafür rote. Das Konglomerat ist „ideal“ gehedgt.

#### 4. Ist die unendlich grosse Unternehmung profitabel?

Die drei Hauptgründe für Fusionen erscheinen im Lichte der modernen Finanz- und Firmentheorie sowie der jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten und im Kommunikationsbereich allerdings nur noch teilweise stichhaltig. So steht dem ersten Argument der „economies of scale“ (*Synergieargument*) in erster Linie die Erkenntnis entgegen, dass jede zusätzliche Vergrösserung einer Unternehmung auch zusätzliche Kosten verursacht. Koordination und Kontrolle werden mit jedem zusätzlichen Ansprechpartner aufwendiger. Ohne jegliche Führungsstruktur entspräche die Komplexität eines grösseren Konglomerates der Anzahl von Verbindungsachsen in einem n-seitigen Vieleck.

Durch Hierarchien und Matrix-Strukturen wird diese Komplexität verringert. Dafür steigt der Führungsaufwand für den Betrieb der Hierarchie und der übrigen Strukturen. Mit anderen Worten: Grösse ist nicht gratis. Sie bringt zwar ganz klare Vorteile, vor allem kurzfristig und leicht messbar im Hinblick auf die Produktionskosten. Schwieriger messbar sind die Kosten einer immer komplexer werdenden Führungsstruktur, und ganz besonders schwierig sind die langfristigen Belastungen zu schätzen. Jede Hierarchie erzeugt auch negative Anreize: Bei einer Beförderung gibt es einen Glücklichen und hundert Frustrierte...

Interessant sind drei Konstellationen:

(a) Die Kosten erhöhter Komplexität, korrigiert um die Vorteile aus einer überlegenen

Führungsstruktur, steigen weniger stark als die durch die economies of scale höher werdenden Erträge. Die Fusion lohnt sich, die neue Grösse macht sich bezahlt, ja, die Kosten-/Ertragssituation ruft sogar nach weiterem Wachstum.

(b) Die zusätzlichen Erträge aus mehr Komplexität steigen zwar, aber die Kosten an Komplexität inkl. Führungsaufwand steigen stärker. Die Fusion lohnt sich nicht und führt längerfristig zu Neustrukturierungen („Spin-Offs“).

(c) Komplexitätskosten und -erträge halten sich in ihrer Zuwachsrate die Waage. Die Unternehmensgrösse ist unter Renditegesichtspunkten optimal.

Die Beziehungen zwischen den Kosten für die Komplexität und dem Benefit aus der Führungsstruktur, korrigiert um die Kosten der Führungsstruktur, sind allesamt nicht-linear. Es kann nicht Sache eines Anlagekommentars sein, diese Frage noch zu vertiefen. Was aber eindeutig ist: Die economies of scale finden ein Ende. Die *unendlich grosse Unternehmung ist nicht profitabel*.

Die Bedeutung der „economies of scale“ ist in den letzten Jahren tendenziell zurückgegangen. Die modernen Methoden der Vernetzung mit den enorm leistungsfähigen Kommunikationssystemen und die daraus resultierende Erhöhung der Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung erlauben es unabhängigen Firmen, in mehr oder weniger lockeren joint ventures („Clusters“) ähnliche „economies of scale“ zu erreichen wie Grossunternehmungen.

Nicht zuletzt aus diesem Grunde sind ja auch schon sehr grosse Grossunternehmungen dazu übergegangen, sich ebenfalls „vernetzt“ zu organisieren und schwerfällige hierarchische Strukturen zu eliminieren. Oder anders gesagt: die Führungsaufwendungen durch flachere Strukturen mit internen Anreizsystemen zu vermindern. Es ist davon auszugehen, dass die Tendenz zur einfacheren, sehr effizienten Vernetzung anhalten wird. Wenn man hört, dass „Internet 2“ bald in der Lage sein wird, den ganzen Inhalt einer 30-bändigen Enzyklopädie in 1 Sekunde (!) zu übermitteln, dann kann man sich entscheidend weitergehende Vernetzungsformen leibhaftig vorstellen. Beispielsweise wird es dann möglich sein, simultan an mehreren

Orten an demselben Problem zu arbeiten. Dazu bedarf es aber keinerlei grossunternehmerischer Befehls-, Koordinations- und Kontrollstrukturen.

### 5. Bessere Markterschliessung?

Das Argument der Markterschliessung durch Fusionen kommt hauptsächlich in zwei Ausprägungen zum Tragen. Zum einen dort, wo ein durch ein kleines, innovatives Team geschaffenes Produkt einer breiteren Vermarktung bedarf. Die ökonomische Bedeutung des Know-how in Vermarktung und Distribution wird im Vergleich zum ökonomischen Wert der Erfindung generell unterschätzt. Darin liegt ja vermutlich der Grund von vielen Misserfolgen von Erfindern: Dass sich ihre Kapazitäten im Technischen erschöpfen. Die drei entscheidenden Schritte zu einer erfolgreichen Etablierung einer neuen Erfindung (die Schritte lassen sich problemlos auf jedes Venture-Projekt übertragen) sind erstens die Erfindung eines Produktes, zweitens dessen Vermarktung und drittens das Erreichen der Profitabilität. Können diese drei Schritte durch eigene Kraft nicht erreicht werden, muss Hilfe von aussen geholt werden.

Die gegenwärtige Stärke der amerikanischen Wirtschaft lässt sich durchaus erklären durch die ausgeprägte (auf unserem Kontinent noch weitgehend fehlende) Kultur der Fusion. Kein Tag vergeht in den USA, ohne dass nicht die eine oder andere innovative Boutique in einer grossen Vermarktungsunternehmung aufginge. Solcherart Fusionen machen Sinn – die Durchlässigkeit der Strukturen ist durch eine solche Kultur und Praxis erst sichergestellt.

Der zweite Bereich innerhalb der Fusionsstrategie zur Verbesserung der Markterschliessung ist in der breiteren Anwendung von Markennamen zu finden. Brand-Names begründen ökonomisch so etwas wie ein Quasi-Monopol; durch Fusionen lassen sich „gegnerische“ Brand-Names eliminieren. Oder sie können „konsumiert“ und dann unter dem Dach der eigenen Brand-Names in verbreiteter Form Verwendung finden.

Es ist weitgehend unbestritten, dass solche Strategien bei physischen Produkten (Nescafé, Coca-Cola, Lacoste-Hemden) aufgehen. Angesichts der wachsenden Anzahl von

Fusionen im Dienstleistungsbereich stellt sich die Frage, inwiefern dies auch dort seine Gültigkeit habe.

Zweifel sind angebracht. Bekanntlich wurde in den letzten 20 - 30 Jahren in der Schweiz eine grosse Anzahl kleinerer und grösserer Banken übernommen. Es sei an die Schweizerische Volksbank (übernehmende Bank: Credit Suisse), an die Appenzell-Ausser-rhodische Kantonalbank (UBS) oder an die PBZ Privatbank Zürich (UBS) erinnert. In keinem Fall einer Übernahme mit Verschmelzung der Operationen blieb der Brand-Name bestehen. Anders, wo lediglich eine finanzielle, aber nicht eine operative Übernahme stattfand, wie etwa im Falle von Cantrade (UBS) oder Bank Leu (Credit Suisse). Hier existieren die Brand-Names nach wie vor und entfalten ihre Wirkung. Um Fusionen im eigentlichen Sinne handelt es sich aber nicht, wenn keine operative Verschmelzung stattfindet.

Dieselbe Beobachtung des Verschwindens von Brand-Names gilt im internationalen Bereich. Weder Phillips & Drews (UBS) noch Hoare Govett (ABN-Amro) haben als Namen überlebt. Mit andern Worten scheint zuzutreffen, dass dem zweiten Argument für Fusionen im Dienstleistungsbereich nur teilweise Bedeutung zukommt. Wegen Brand-Names allein lassen sie sich kaum rechtfertigen.

Angesichts der grossen Anzahl von Mergers im Dienstleistungsbereich muss es also andere Gründe als die der besseren Applizierung von Brand Names geben. Vermutlich liegen sie im Umstand, dass sich bei Dienstleistungsprodukten das geistige Eigentum nur sehr schwierig schützen lässt. Innovation auf der Produktebene (in Form hoher Fixkosten die Ertragssituation belastend) lohnt sich deshalb nur, wenn auf Antriebe Markterfolge in grosser Quantität erzielbar sind. Die zu beobachtende vertikale Integration von Investment-Banken mit distributionsstarken Banken im Retail-End und im Vermögensverwaltungsbereich belegt diese Erklärung. Denn an und für sich würde sich vertikale Integration nicht rechtfertigen – die Finanzmärkte bieten ja in tausendmal vielfältigerer Weise das an, was die vertikal integrierten Pipelines in einem verhältnismässig dünnen Rinnsal ihren Kunden weitergeben.

## 6. Neuaufgabe der Konglomerate?

Drittens ist das Diversifikationsargument zu diskutieren. Die Finanztheorie sowie die Entwicklung an den Finanzmärkten mit extrem tiefer gewordenen Informations- und Transaktionskosten legt nahe, dass die Diversifikation nicht auf Stufe der Anlageobjekte (d.h. innerhalb der einzelnen Unternehmungen) erfolgen müsste. Innerhalb der Portfolios der Investoren ist Diversifikation bei weitem kostengünstiger, und es ist erst noch möglich, die individuelle Risikosituation des Investors mitzubersichtigen. Oder anders gesagt: Das nach den Erkenntnissen der Finanztheorie arbeitende Portfoliomanagement sucht Anlageinstrumente mit möglichst eindeutigem Risiko-/Rendite-Profil. Konglomerate mit undurchsichtiger Charakteristik sind dem modernen Portfoliomanager ein Greuel, weil er sie eigentlich gar nicht handhaben kann. Fusionen, die solche schwer definierbare Konglomerate schaffen, müssten deshalb an den Finanzmärkten schlecht ankommen, weil sie die Investoren vor schwierige Probleme stellen. Eigentlich müssten auf der Ebene von Konglomeraten Spin-Offs und nicht Fusionen stattfinden.

Wenn z.B. unklar ist, ob Siemens eher eine elektrotechnische Unternehmung oder eher eine Bank sei, dann ist die Siemens-Aktie ein suboptimales Anlageobjekt. ABB, eindeutig keine Bank, ist vorzuziehen; und wenn zusätzlich zur Exposure im Elektrobereich auch noch Bank-Exposure gesucht wird, dann kann man ja Aktien einer eindeutigen Bank kaufen. Analog sind Unternehmungen, die beispielsweise Fahrzeug- und Flugzeugproduktion (Daimler/DASA) kombinieren oder die Textilmaschinen und Autoisolation (Rieter) verkaufen, im Sinne des modernen Portfoliomanagements fragwürdig. Interessant sind in diesem Zusammenhang die Diskussionen um die weitere Zukunft von Alusuisse, einem typischen Mischkonzern mit einem Teil Aluminium-Herstellung und einem andern Teil Basischemie (Lonza). Aus Sicht der Portfoliotheorie würde sich ein Spin-Off rechtfertigen, weil nur auf diese Weise genügend Transparenz über die wahre Rendite-/Risikostruktur der einzelnen, in völlig verschiedenen Branchen tätigen Teile geschaffen werden kann. Ein solcher Spin-Off müsste für den Alusuisse-Titel Balsam sein (ist es vielleicht schon, wenn man den

Kursanstieg von 38.6% seit Anfang 98 bedenkt).

Das Argument gilt unvermindert auch für Unternehmungen mit übertriebener vertikaler Integration. Wo einzelne Stufen im ganzen Ablauf der Produktion vom Rohstoff bis zur Vermarktung zum Endverbrauch spezifische Rendite-/Risiko-Charakteristiken aufweisen, muss eine vertikale Integration unter dem Gesichtspunkt der Portfolio-Optimierung durch den Anleger suboptimal erscheinen. Oder anders gesagt: Der Anleger bevorzugt, selber entscheiden zu dürfen, ob er nebst dem Autohersteller auch noch Aktien vom Pneuhersteller (samt der in Fernost liegenden Gummiplantage...) erwerben will. Genau gleich müsste auf die Länge der Anleger selber entscheiden wollen, ob er nebst Aktien vom traumhaft stabilen Schweizer Vermögensverwaltungsgeschäft auch noch solche vom ziemlich volatilen Investmentbanker in London und New York sein eigen nennen möchte.

Der Trend in Richtung eindeutiger Risiko-/Rendite-Charakteristik der Anlageobjekte ist unumstritten. Er spricht, wie gesagt, im Grunde gegen Fusionen und für eine Welle von Spin-Offs, um „unpassende“ Unternehmensteile oder Konzerngesellschaften abzustossen. Gerade im Verkauf letzterer liegt ein hohes ökonomisches Potential, denn jede Erfahrung lehrt, dass wohl in keinem der zu gross gewordenen Konzerne alle Teilgesellschaften gleich eng geführt werden. Und man weiss, dass die Gewinnablieferungen oft dem investierten Betrag nicht entsprechen und dass sich im Gefüge von Konzern und Konzerngesellschaft sehr gerne ein ernsthaftes Agency-Problem einnistet. Der nun auch in Europa angelaufene Strukturwandel wird in dieser Hinsicht noch viele Unternehmungen aufbrechen und an der Börse für entsprechende Unterhaltung sorgen.

## 7. Die Fusion als Entschuldigungsstrategie

Es stellt sich dann allerdings die Frage, weshalb trotz dieses unumstrittenen Trends dennoch in hoher Zahl Megafusionen angekündigt und durchgeführt werden, die gerade solche neuen, undurchsichtigen Konglomerate entstehen lassen. Entgegen aller ökonomischen Logik sozusagen. Das Phänomen liesse sich in konsistenter Weise erklären, wenn man annähme, dass Megafusionen

lediglich die Vorstufe für Spin-Offs darstellen. Es lässt sich nämlich durchaus begründen, weshalb eine Portfoliobereinigung innerhalb eines zu komplex (und uneindeutig) gewordenen Konglomerats kaum aus eigener Kraft, d.h. ohne den dazustossenden Fusionspartner, überhaupt möglich ist. Zu viele unternehmerische Anreize wirken gegen Flurbereinigungen in eigener Regie. Ein Management, das Beteiligungen und Teilbereiche abstösst, gibt implizit zu, vorher einen „falschen“ Aufbau betrieben, sich in der Attraktivität des Teilbereiches getäuscht zu haben. Ein Spin-Off bringt Managementfehler ans Licht. Welcher Manager wollte das schon?

Nebst dieser offenkundigen negativen Anreizstruktur sind es weit subtilere Gründe, die einen Spin-Off aus eigener Kraft illusorisch machen. Wie oben angedeutet, erfolgen die Ausschüttungen aus Teilgesellschaften an die Mutter oft nicht in gebührender Masse. Dies nicht a priori aus schlechter Absicht, sondern um Gewinne vor dem Fiskus (aber auch dem Shareholder!) zu verstecken. So werden in Teilgesellschaften in zu hohem Masse Reserven aufgebaut, ohne dass dies – trotz aller Konsolidierungsanstrengungen gegen aussen und in bezug auf die Muttergesellschaft – ersichtlich wäre. Unnötige, d.h. zu hohe Reserven bedeuten aber brachliegendes Kapital.

Nun ist es aber so, dass das Management der Muttergesellschaft wie auch dasjenige der Teilgesellschaften von dieser fettmachenden Strategie profitieren. Verwaltungsratsmandate in Teilgesellschaften gehören zu den beliebtesten „Ehren“ämtern. Nicht zu reden von überdimensionierten Gebäuden, unnötiger Sponsoring- und Werbetätigkeit und von anderen „Goodies“ wie Kunstsammlungen, die Teilgesellschaften anzubieten haben. Das Geflecht gegenseitiger Freundlichkeiten, von dem letztlich jeder einzelne Manager irgendwie mitprofitiert, ist schwierig graduell abzubauen. Der Schwertschlag durch den Gordischen Knoten ist zwar ein brutaler operativer Eingriff mit vielen negativen Nebenwirkungen, aber vermutlich das einzige Mittel, um wenig produktives Kapital wieder zu aktivieren.

Die Fusion führt typischerweise zu einem solchen Schlag durch viele Gordische Knoten. Die Spin-Offs, die nach der Fusion von

Ciba-Geigy und Sandoz zu Novartis erfolgt sind, zeigen deutlich, wie befreiend und letztlich auch wertvermehrend eine solche Strategie sein kann. Sowohl Ciba Spezialchemie wie Clariant warteten kurz nach ihrer Trennung von den Müttern mit Resultaten auf, die unter dem alten Regime nie denkbar gewesen wären.

So gesehen geht es bei der gegenwärtigen Fusionswelle nicht eigentlich darum, grössere und noch grössere Megaunternehmen zu schaffen. Die economies of scale finden ihre Grenzen an der Bewältigbarkeit der entstandenen Komplexität. Vielmehr sind Fusionen in erster Linie ein Mittel zur raschen und effizienten Bereinigung einer nicht optimalen Unternehmens- und Kapitalstruktur. Fusionen legitimieren aussergewöhnliche Schritte unter Wahrung des Gesichts des Managements. Dasselbe gilt übrigens auch für Bereinigungen im Bereich des Einsatzes von Arbeitskräften. Entlassungen und Frühpensionierungen lassen sich nur unter dem Damoklesschwert des bevorstehenden Untergangs begründen und durchsetzen – oder aber eben im Zuge von Fusionen.

Wer waren die „European Bankers of the Year 1997“? Cabiavetta von der Bankgesellschaft und Ospel vom Bankverein. Als hätte es des Nachweises bedurft, dass eine Fusion nichts anderes ist als ein gesellschaftlich akzeptiertes Mittel zur Durchführung ausserordentlicher strategischer Schritte. Nichts mehr, aber auch nichts weniger.

## 8. Die Suche nach Risk and Return

Auch in Zeiten von Fusionen und Megafusionen gilt, dass Grösse, gegebenenfalls auch neuerworbene Grösse, keineswegs gleichbedeutend sein muss mit Stärke. Stärke definiert als optimale Ausrichtung der Unternehmung auf die nachhaltige Erzielung von Erfolg bei einem der Branche entsprechenden Risiko. Das Kapital – das heisst: jeder einzelne Investor, das heisst: Sie, verehrter Leser! – sucht nach solcherart definierter Stärke. Das ist der darwinistische Prozess der Volkswirtschaft: Wo zu wenig Rendite erzielt, gleichzeitig aber vergleichsweise hohe Risiken eingegangen werden, fliesst Kapital ab. Aktienkurse sinken.

Der gegenwärtige Strukturwandel bedeutet, dass es in den letzten paar Jahren beinahe

schlagartig zu einer Welle des Verlangens nach Optimierung des Kapitaleinsatzes gekommen ist. Die globale Deregulierung und der Wegfall der bipolaren Bedrohung haben dieser Welle zusätzliches Momentum verliehen. Die moderne Kommunikations- und Computertechnologie hat bewirkt, dass es bei weitem einfacher, billiger, geworden ist, ökonomische Leistung (gleichbedeutend mit der unternehmungsspezifischen Risiko-/Rendite-Struktur) länder-, kontinentsübergreifend zu vergleichen.

Kapital ist, im Gegensatz zu den Produktionsfaktoren Boden und Arbeit, absolut mobil. Die Transfer- und Transaktionskosten haben sich in den letzten Jahren zusätzlich verringert. Mit der Einführung des Euro und der damit verbundenen Elimination der inereuropäischen Währungsrisiken wird diese Mobilität noch einmal erhöht. Die Bedeutung der gegenwärtigen Optimierungswelle kann unseres Erachtens überhaupt nicht überschätzt werden. Ja, sie wurde in den letzten Jahren von den meisten Kommentatoren und Analysten krass unterschätzt, und dementsprechend wurden dann eben auch dauernd Warnungen vor „zu hohen“ Börsenkursen ausgegeben.

UBS ist ein Fall, wie das Kapital seinen Weg zur Risiko-/Rendite-Optimierung sucht. Wahrlich keine Meisterleistung, aber man

weiss ja auch, dass ökonomisches Wirken aus Trial *und* Error besteht. Vor knapp einer Woche kündigte AT&T den Merger mit dem auf lokaler Ebene starken Telefonie-Anbieter TCI für die auch in Amerika als sehr hoch bezeichneten Kosten von 48 Milliarden Dollar an. Die AT&T-Aktie verlor mit einem Schlag über 8 Prozent ihres Kurses. So brutal können die Märkte strategische Entscheidungen bewerten. Ende letzter Woche kamen im Markt Gerüchte über eine radikale Änderung der Strategie des Chemikalienherstellers Union Carbide auf. Man erwartet einen Spin-Off von Einheiten, die eher Rohstoff-nahe Chemikalien produzieren, und jenen, die Stoffe mit mehr Wertschöpfungsanteil herstellen. Der Aktienkurs schnellte um 9,4% in die Höhe.

Grösse heisst nicht Stärke. Grösse als solche ist ökonomisch uninteressant. Unternehmerische Stärke heisst, dauernd und unermüdlich seine Rendite und sein Risiko zu optimieren. Für diesen darwinistischen Prozess gibt es, namentlich in Europa (und irgendwann dann auch einmal in Japan, falls es sie bis dahin noch gibt...), noch genügend Potential mit hohem Unterhaltungswert für den Anleger.

KH, 1.7.98