

Starke Aktionäre notwendig

Was hinter erfolgreichen Unternehmenszusammenschlüssen und Übernahmen steht

Die beiden Journalisten des «Wall Street Journals» Bryan Burrough und John Healy beschreiben in ihrem höchst lesenswerten Buch «Barbarians at the Gate» den 32-Mrd.-\$-Übernahmekampf um RJR Nabisco im Jahr 1988. In diesem legendären Übernahmepoker obsiegte letztlich KKR (Kohlberg Kravis Roberts), mittlerweile eine der weltweit grössten Private-Equity-Gesellschaften, mit einem LBO (Leveraged Buyout).

Auch der schweizerische Unternehmenssektor hat in den vergangenen beiden Dekaden international wegweisende Zusammenschlüsse vorzuweisen. Die beiden (abtrünnigen) leitenden Angestellten der Maschinenfabrik Oerlikon (heute OC Oerlikon) Charles E. L. Brown und Walter Boveri hätten sich vermutlich nicht vorstellen können, als sie 1891 in Baden die Brown, Boveri gründeten, dass sie 1988 mit der schwedischen Allmänna Svenska Elektriska Aktieföretaget (Asea) in einer viel beachteten paneuropäischen Transaktion zu ABB fusionieren würde.

Lange Schweizer Tradition

Auch die Chemiker Johann R. Geigy-Gemuseus (1758 Gründung der J. R. Geigy), Alexander Clavel (1859, Chemische Industrie Basel) und Alfred Kern & Edouard Sandoz (1886, Kern & Sandoz) gründeten schweizerische Traditionsunternehmen, die sich mit einem Zwischenschritt (1970 Fusion zu Ciba-Geigy) zur Gesellschaft «Neue Künste» (1996 Novartis) zusammengeschlossen haben. Lösen die am 7. Mai 2001 von Novartis erworbenen 20% der stimmberechtigten Inhaberk Aktien von Roche demnächst die nächste Fusionswelle aus?

Die am 8. Dezember 1997 angekündigte Fusion zwischen dem Schweizerischen Bankverein und der Schweizerischen Bankgesellschaft legte den Grundstein für eine beschleunigte Bereinigung der hiesigen Bankenlandschaft und kre-

ierte einen europäischen Giganten mit globalen Ambitionen. Nicht dieser Zusammenschluss hat angeblich der UBS in jüngerer Vergangenheit fast das Genick gebrochen, sondern die überzahlte Akquisition von Paine Webber im Jahr 2000. Die seinerzeitigen Verantwortlichen können als kollektiven Irrtum ins Feld führen, dass auch die Credit Suisse mit DLJ (Donaldson Lufkin Jenrette) bzw. die Commerzbank und die Dresdner Bank resp. die Allianz und die Dresdner Bank ähnlich viel Kapital vernichtet haben.

Nicht immer erfolgreich

Die seit Ende der Achtzigerjahre akzentuierte Fusionswelle ist besonders auf die folgenden Umstände zurückzuführen: Neue Rechnungslegungsvorschriften (IFRS bzw. US-GAAP) bringen True & Fair View, was die Auflösung aller stillen Reserven und die Einführung der Tageswertbewertung zur Folge hat; Investoren, vor allem aus dem Private-Equity-Bereich, nutzen tiefe Zinsen für aggressive Leveraged Buyouts, und es treten globale Marktteilnehmer im Investment Banking auf wie zum Beispiel Goldman Sachs.

Obschon nachweislich mehr als die Hälfte der Fusionen falliert, wird das (am Eigenkapital nicht oder nur unwesentlich beteiligte) Top-Management nicht müde aufzuzählen, warum eine Fusion trotzdem strategisch sinnvoll sei. Die Beweggründe können vielfältig sein: Economies of Scale, Erhöhung des Marktanteils, Einstieg in neue Märkte, Erwerb von Patenten und Marken, vertikale Expansion bzw. Integration, Ausschalten bzw. Zuvorkommen der Konkurrenz oder Verwendung von überschüssiger Liquidität.

All diese Argumente mögen im Einzelfall Sinn machen und Gültigkeit haben, jedoch liegt es auf der Hand, dass die Interessen der Aktionäre und diejenigen der Unternehmensleitung oft diametral auseinanderlaufen. Für den Aktionär ist eine Fusion nur dann sinnvoll,

SERIE TEIL 5/8

Im Mai 1985 gründete Martin Ebner die BZ Bank Zürich und machte sich fortan einen Namen als aktiver Investor und Kämpfer für die Aktie als Volksanlage. Aus Anlass des 25-Jahr-Jubiläums der Bank, die seit 1997 in Wilen (SZ) zu Hause ist, äussern sich Vertreter des Unternehmens einmal monatlich zu Trends, Themen und Fakten aus zweieinhalb Jahrzehnten Schweizer Finanzgeschichte. Ihre Meinung muss nicht mit derjenigen der Redaktion übereinstimmen. Bisher sind erschienen: Good Corporate Governance (FuW Nr. 40), Metamorphose des Schweizer Aktienmarktes (51), Nationale vs. internationale Rechnungslegung (60), Der Verwaltungsrat in der Pflicht (68). **FuW**

wenn ein Mehrwert ersichtlich und erzielbar ist. Die Unternehmensleitung indes akkumuliert Macht, Prestige und erzielt vor allem eine willkommene Einkommenszunahme.

Zwei Kriterien

Am Ende des Tages kann eine erfolgreiche Akquisition bzw. Fusion auf zwei triviale Punkte reduziert werden: Erstens war der Übernahmepreis nicht zu hoch, und zweitens konnten nach der Fusion mit der richtigen Crew (Verwaltungsrat und Konzernleitung) die angestrebten Ziele binnen nützlicher Frist erreicht werden (Stichwort Synergien). Das zeigen gelungene Fusionen wie beispielsweise der Zusammenschluss von BNP Banque Nationale de Paris und Paribas oder von Ambev (Companhia de Bebidas das Americas) und Interbrew sowie Anheuser-Busch zu AB Inbev.

Erfolgreiche Fusionen zeigen aber auch, dass die Transaktion von starken Aktionären getragen sein muss.

.....
Leonardo De Luca, zuständig für Corporate Finance, BZ Bank, Wilen bei Wollerau.