

Was steht hinter der ökonomischen Logik von Fusionen? Vom Eigeninteresse des Managements bei Unternehmenszusammenschlüssen

von
Tilman Slembeck

In der Diskussion über Fusionen wird oft über deren betriebswirtschaftliche Gründe nachgedacht, und es werden die volkswirtschaftlichen Vor- und Nachteile erwogen. Der Autor des vorliegenden Artikels befasst sich mit einem zumeist vernachlässigten Aspekt: dem Eigeninteresse des Managements. Die Unternehmensführung hat einen Anreiz, private Informationen über die Erfolgsaussichten einer Fusion strategisch für ihre Ziele einzusetzen. Entsprechende Informationen seitens des Managements sind demzufolge mit Vorsicht zu geniessen. (Red.)

Die Ankündigung der Fusion von Ciba und Sandoz sowie die Spekulationen über eine mögliche Fusion der Schweizerischen Bankgesellschaft (SBG) und der CS Holding haben ein grosses Medienecho ausgelöst. Angesichts des Umfangs und der Bedeutung dieser Vorhaben ist es nicht erstaunlich, dass sich eine breite Öffentlichkeit auch für deren Hintergründe interessiert. Überraschender ist hingegen, dass Berichterstattungen und Kommentare insofern einseitig sind, als sie sich auf betriebs- und gesamtwirtschaftliche Überlegungen beschränken, ohne die Motive der eigentlich Handelnden – der Unternehmensspitze – zu hinterfragen. Die vom Management vorgebrachten Argumente werden von den Medien weitgehend übernommen oder gelegentlich theoretisch untermauert. Dass Manager bei einer Fusion auch eigene, persönliche Ziele verfolgen können, die sich nicht mit jenen des Unternehmens decken müssen, wird indessen kaum thematisiert. Statt dessen scheint Einigkeit darüber zu bestehen, dass das Management vollständig im Dienst und zum Wohl des Unternehmens oder wenigstens seiner Aktionäre handelt.

Höhere Einkommen als Triebfeder?

Dem kann entgegengehalten werden, dass jeder Mensch legitimerweise auch seine persönlichen Interessen verfolgt und dies auch als Mitarbeiter eines Unternehmens tun wird. Deshalb gilt es, zunächst unvoreingenommen zu fragen, worin das persönliche Interesse der Manager bei einer Fusion bestehen kann. Das Eigeninteresse der Unternehmensführer dürfte primär in der Erhaltung oder Steigerung von Einkommen, Macht, Prestige und Autonomie liegen. Diese Motive sind freilich nur für jene Manager relevant, die erwarten können, eine Fusion selbst zu «überleben». Allerdings kann man davon ausgehen, dass jene Manager, die eine Fusion befürworten, erwarten, selbst nicht betroffen zu sein oder anderweitig «unterzukommen» (z. B. Pensionierung). Wenn also eine Fusion angekündigt wird, ist dies ein Zeichen dafür, dass diese den Interessen der entscheidenden Manager nicht zuwiderläuft. Unter einer Fusion wird hier ein freiwilliger Zusammenschluss ähnlich starker Partner verstanden, der von Übernahmen oder Akquisitionen zu unterscheiden ist, bei denen ein Unternehmen dominiert und die Manager des einverleibten Unternehmens unter Umständen Gefahr laufen, nicht weiterbeschäftigt zu werden.

Betrachtet man nun die möglichen Eigeninteressen der führenden Manager bei einer Fusion im einzelnen, so ist es naheliegend, zunächst ein Streben nach höherem Einkommen zu vermuten. Wie eine jüngst durchgeführte Befragung zeigt, erachtet die Bevölkerung denn auch die Erzielung von höherem Umsatz oder Gewinn des Unternehmens als Hauptgrund für die Novartis-Fusion und sieht in erster Linie das obere Kader als Gewinner (vgl. NZZ 10. 4. 96). Ob aber das persönliche Einkommen der fusionswilligen Topmanager steigt, ist unsicher. Zumeist bewegen sich deren Saläre auf einem Niveau und in einer Steuerklasse, wo ein höheres

Einkommen nicht das wichtigste und sicher nicht das einzige persönliche Ziel ist. Zwar können in einem deutlich vergrösserten Unternehmen höhere Löhne für das oberste Kader erwartet werden – insbesondere wenn diese an absolute Gewinne oder Umsätze gekoppelt sind, was in der Schweiz aber eher unüblich ist –, doch steigen vor allem auch Macht und Prestige mit der Unternehmensgrösse.

Zuwachs an Macht und Prestige

Eine grössere Machtfülle ergibt sich aus einer höheren Zahl von Untergebenen sowie aus grösseren Budgets. Letzteres erhöht die Dispositionsfreiheit, vor allem wenn der prozentuale Anteil fixer Ausgaben am Budget nach der Fusion sinkt. Grössere Dispositionsfreiheit (durch eine Erhöhung des frei verfügbaren Cash flow) kann auch im Hinblick auf den Erwerb weiterer Unternehmen attraktiv sein, was zu noch mehr interner Macht, aber auch zu eigentlicher Marktmacht führen kann. Eine Steigerung des persönlichen Prestiges ergibt sich aus der Erhöhung der personal-, umsatz-, marktanteils- oder börsenmässigen Bedeutung des fusionierten Unternehmens. So mag es im Kreise von Kollegen durchaus einen Unterschied machen, ob man an der Spitze eines Unternehmens auf Platz 56 der Branchen-Weltrangliste steht (Schweizerische Kreditanstalt [SKA] 1988) oder auf Platz 23 (SKA bzw. CS Holding 1994) und damit inländische Konkurrenz mit traditioneller Spitzenposition zu distanzieren vermag (SBG 1994: Platz 33). Auch trägt die Realisation einer erfolgreichen Fusion an sich zur Profilierung der beteiligten Manager bei, was wiederum deren Einkommens- und Beschäftigungsaussichten stärkt oder den «krönenden Abschluss» einer Karriere bilden kann. Ebenso steigen Prestige und persönlicher Einfluss der Verwaltungsratsmitglieder sowie deren Chance, weitere Verwaltungsratsmandate zu erhalten.

Neben diesen offensichtlichen Motiven sind verdecktere Gründe im Einzelfall denkbar. So können eigene Fehler des Managements oder auch finanzielle Probleme (z. B. zu geringes Eigenkapital, wenig Reserven), möglichst vor deren Bekanntwerden, durch einen Zusammenschluss verdeckt und bei einem allfälligen Scheitern der Fusion dieser angelastet werden. Auch soll es vorkommen, dass Topmanager in gutgehenden Unternehmen persönlich an einer Unterversorgung mit Aktivität und Dynamik leiden – ein Umstand, dem mittels Fusion meist auf längere Zeit abgeholfen werden kann.

Erhaltung der Handlungsfreiheit

Angesichts der Dynamisierung und Globalisierung verschiedener Märkte, die in einigen Branchen (wie Banken und Chemie) mit Konzentrationstendenzen einhergehen, mag aber ein weiteres persönliches Motiv fusionswilliger Manager von besonderer Bedeutung sein: die Erhaltung von Autonomie bzw. von Handlungsfreiheit des Managements. Fusionen im Sinne freiwilliger Zusammenschlüsse aus einer Position der relativen Stärke sind nämlich nur eine Variante des Ablaufs von Konzentrationsprozessen. Selbst grössere Firmen sind häufig nicht vollständig gefeit gegen den Versuch der Übernahme oder Einflussnahme durch andere Marktteilnehmer oder durch Financiers. Beides beeinträchtigt die Autonomie des betroffenen Unternehmens und somit die Handlungsfreiheit des führenden Managements und kann bis zu dessen Entlassung führen. Wollen Topmanager ihre persönliche Handlungsfreiheit schützen oder erweitern, so haben sie ein Interesse daran, der potentiellen Gefahr von Über- oder Einflussnahmen in Märkten mit Konzentrationstendenzen möglichst frühzeitig durch freiwillige Fusionen zu begegnen. Grössere Firmen sind naturgemäss schwieriger zu übernehmen oder zu beeinflussen. Auch wird der Einfluss bestehender Aktionärsgruppen reduziert. Fusionen können somit auch als Immunisierungsstrategie der Unternehmensleitungen verstanden werden.

Dynamik von Fusionsprozessen

Zwar werden Fusionen gegenüber den Aktionären und der Öffentlichkeit betriebswirtschaftlich mit Synergieeffekten, Kostensenkungen usw. begründet, doch lassen sie sich auch als Ergebnis des Eigeninteresses der entscheidenden Topmanager, namentlich des Strebens nach der Erhaltung ihrer Handlungsfreiheit, verstehen. Die Dynamik in Märkten wie den genannten gleicht etwa der Situation in einem Duell, bei dem gewinnt, wer zuerst schießt, d. h., wer sich zuerst zusammenschliesst. Damit wird gleichzeitig der Druck zum Zusammenschluss für andere Marktteilnehmer erhöht, die ihrerseits mit einem «Zwang» zu weiteren Fusionen zwecks Erlangung strategischer Vorteile und internationaler Konkurrenzfähigkeit argumentieren. Zusätzliche Dynamik entsteht aus der grösseren Dispositionsfreiheit von erfolgreich fusionierten Unternehmen, wenn durch eine Erhöhung des frei verfügbaren Cash flow das Akquisitionspotential steigt.

Anonymer Zwang des Marktes?

Angesichts des geschilderten Eigeninteresses des führenden Managements muss gefragt werden, ob der behauptete anonyme «Zwang des Marktes» nicht auch zur Legitimierung von persönlichen Zielen dient und ob die prognostizierten oder versprochenen Vorteile einer Fusion durch das Management nicht allzu positiv dargestellt werden. Neben den potentiellen Vorteilen gehen Fusionen nämlich auch mit verschiedenen Integrationskosten und Dissynergien einher und führen in der vergrösserten Firma zu höheren internen Organisationskosten. Nebenbei bemerkt sind es diese Kosten, die letztlich die Wachstumsmöglichkeiten von Unternehmen begrenzen, so dass die angedeutete Fusionsdynamik nicht zu beliebig grossen Unternehmen führt. Zudem ist die Firmengrösse allein kein Garant für Stabilität und kein Schutz vor Managementfehlern – hierauf hat bereits Martin Hellwig in diesen Spalten hingewiesen (vgl. NZZ 20./21. 4. 96). – Gegen die bisher vorgebrachten Argumente könnte eingewendet werden, dass die Beurteilung der wirtschaftlichen Aussichten einer Fusion dem Kapitalmarkt überlassen werden kann und dass dieser in der Lage ist, die Eigeninteressen der Manager zu disziplinieren bzw. mit den Interessen des Unternehmens, repräsentiert durch die Aktionäre, in Einklang zu bringen. In der Tat ist es augenscheinlich, dass die Ankündigung von Fusionen in aller Regel vom Kapitalmarkt – zumindest kurzfristig – positiv bewertet wird. Eine vollständige Disziplinierung des Managements durch den Markt erfolgt aber nur in vollkommenen Märkten.

Bedeutende Rolle des Kapitalmarktes

Die Voraussetzungen für einen vollkommenen Markt sind im Falle des Kapitalmarkts zwar weitgehend gegeben, allerdings nicht hinsichtlich des Bestehens von symmetrischer Information: Aktienkurse spiegeln die Erwartungen der Anleger bezüglich der künftigen Entwicklung von Ertrag oder Gewinn. Diese Erwartungen beruhen ihrerseits auf Informationen über die vergangene und gegenwärtige Performance sowie auf Spekulationen über deren zukünftige Entwicklung. Auf die mit einer Fusion verbundene zusätzliche Unsicherheit müsste der Markt grundsätzlich mit einer zusätzlichen Risikoprämie reagieren, was zu einem tieferen Kurs führen würde. Dem Management gelingt es jedoch zumeist – auf welche Weise, wird noch darzulegen sein –, dieser Unsicherheit im Markt durch eine geschickte Informationspolitik zu begegnen.

Symmetrische Informationen . . .

Auf Grund seines Eigeninteresses an einer Fusion besteht für ein fusionswilliges Management ein Anreiz, Informationen zu liefern, welche Unsicherheiten scheinbar reduzieren, Risiken verschweigen und Zukunftsaussichten schönfärben. Dies ist insofern möglich, als das Management private, d. h. nur ihm zugängliche Informationen besitzt. Informationen sind mit anderen Worten asymmetrisch auf Unternehmensführung und Aktionäre verteilt. Der Informationsvorsprung beruht einerseits auf besseren Kenntnissen über die tatsächlichen Synergie- und Kostensenkungspotentiale sowie andererseits auf realistischeren Einschätzungen der Fähigkeiten der beteiligten Unternehmen zur Überwindung der vielfältigen Integrationsprobleme. (Anbei sei bemerkt, dass die Nachwehen der Fusion von Ciba und Geigy mehr als zwanzig Jahre gedauert haben sollen.) Ein fusionswilliges Management kann also private Informationen zu seinen eigenen Gunsten strategisch einsetzen und so die Öffentlichkeit und vor allem die Aktionäre zu beeinflussen versuchen. Beide Gruppen sind weitgehend auf Informationen aus den beteiligten Unternehmen selbst angewiesen, da die üblichen Quellen externer Information (z. B. von Ratingfirmen) im Falle von Fusionen, insbesondere im Hinblick auf die Fähigkeit zur Überwindung von Integrationsproblemen, wenig hilfreich erscheinen.

. . . und «Framing»-Effekte

Dass Menschen bei ihrer Beurteilung von Situationen durch die Art, wie diese dargestellt werden, sowie durch selektive Informationen beeinflusst werden, ist hinlänglich bekannt und Gegenstand vielfältiger Aktivitäten der Werbewirtschaft. Eine Vielzahl psychologischer Experimente belegt zudem, dass selbst objektiv gleiche Situationen je nach Darstellungsart subjektiv unterschiedlich wahrgenommen und bewertet werden. So bewerteten beispielsweise Ärzte ein Medikament gegen eine tödliche Krankheit unterschiedlich, je nachdem ob seine Wirkung in Sterbe- oder in Überlebenswahrscheinlichkeiten ausgedrückt wurde: Wenn von einem Medikament behauptet wurde, dass es das Leben von durchschnittlich 90% der Patienten rettet, wurde es wesentlich besser beurteilt, als wenn die Wirkung durch eine Sterberate von 10% ausgedrückt wurde (sog. Framing-Effekt). Wenn also feststeht, dass sich selbst Fachleute rein durch die Art der Darstellung massiv beeinflussen lassen, wird offensichtlich, welches Potential Managern, die über private Informationen verfügen, bei der Darstellung der Aussichten einer Fusion offensteht. Die genannten Argumente lassen sich grundsätzlich auch auf Akquisitionen übertragen, wobei freilich das Eigeninteresse des Topmanagements des akquirierenden Unternehmens gemeint ist. Wenn Hellwig fragt, ob die Akquisition der Volksbank durch die SKA «wirklich den hohen Preis wert» war, um «vom dritten auf den ersten oder zweiten Rang unter den Schweizer Grossbanken zu kommen», und «wenn ja, warum und für wen», dann bietet sich auch hier das Eigeninteresse des Managements als Antwort an.