

Holcim und Lafarge – lohnt sich die Fusion?

Kritische Fragen zur Ausgangslage der beiden Partner, zum Tauschverhältnis und zu möglichen Synergien. Von Max D. Amstutz

Der geplante Zusammenschluss Lafarge-Holcim führt zu Diskussionen über dessen Auswirkungen. Im Folgenden nimmt ein früherer Holcim-Konzernchef Stellung zum Vorhaben.

Mit einer Medienmitteilung haben die zwei weltgrössten Zementkonzerne Holcim und Lafarge am 7. April 2014 ihre Absicht bekanntgegeben, sich durch einen «Merger of Equals» zu verbinden. Motiv dieses Experimentes ist der Versuch, durch additive Steigerung der Unternehmensgrösse und daraus erhoffte generierte Synergien das seit Jahren anhaltende Rentabilitätsdefizit zu überwinden, etwas, was die beiden Mammutunternehmen bisher im Alleingang nicht geschafft haben.

Zwei unterschiedliche Modelle

Wer genauer hinsieht, wird feststellen, dass es sich bei den zwei Konzernen wertmässig nicht um echte «Equals» handelt. Schon die erheblich niedrigere Börsenkaptalisierung von Lafarge weist darauf hin. Rein quantitativ betrachtet mögen einige wichtige Kennziffern (Produktionskapazitäten, Mengenabsatz, Umsatz und Margen) Ähnlichkeiten aufweisen. In qualitativer Hinsicht haben die beiden Gruppen jedoch keineswegs die gleiche strategische, organisatorische und finanzielle Substanz. Ein Wertverhältnis von 1 zu 1 würde nach meiner Auffassung Holcim-Aktionäre beträchtlich benachteiligen.

In einem bemerkenswerten Artikel wies der «Economist» (17. 5. 14) darauf hin, dass die Erfolgsquote von Fusionen dieser Art besonders niedrig ist: «The record is so bad that any talk of merger of equals should set alarm bells ringing.» Ein Misserfolg ist vor allem dann wahrscheinlich, wenn die Unternehmenskulturen schwierig vereinbar sind. Der Mangel an Übereinstimmung der Geschäftsmodelle der beiden Konzerne ist offensichtlich. Der Analytiker Phil Rosenberg (Bernstein & Co.) hat es auf den Punkt gebracht: «Lafarge is all about command and control; Holcim is all about delegating to the regions.»

Weil Zement ein eminent lokales Geschäft ist, hat sich die dezentrale Organisation und Führung der Holcim

dem zentralistischen Lafarge-Modell als überlegen erwiesen. Entscheidend für den operativen Erfolg im Zementgeschäft ist der Grad der Kompetenz und Autonomie der lokalen Führung. Das Aufeinanderprallen zweier so verschiedener Geschäftsmodelle könnte einen jahrelangen Machtkampf unter den «Alphatieren» beider Organisationen auslösen, der mögliche Synergien verzögert, Kadermotivation dämpft und Kräfte bindet, die unproduktiv verpuffen.

Suche nach Skaleneffekten

Ein Hauptgrund für Fusionen sind kostensparende Skaleneffekte. Im Zementgeschäft allerdings sind solche Effekte auf globaler Ebene nicht zu erzielen, weil es sich um ein lokales Geschäft handelt. Nur wenn die Kapazitäten mehrerer Fabriken im gleichen Markt zusammengelegt werden, sind Skaleneffekte realisierbar. Daraus entstehen aber regelmässig höhere Marktanteile und somit weniger Konkurrenz. Die Kartellbehörden werden deshalb solche Zusammenlegungen im Interesse des Wettbewerbes nur in den wenigsten Fällen dulden.

Auch auf Konzernebene sind keine Skaleneffekte zu erwarten. Im vorliegenden Fall könnte es sogar zu einer Aufblähung der Kosten kommen. Im Fusionsmodell wird nämlich der verhängnisvolle Fehler begangen, zwei zentrale Führungsleitstellen vorzusehen: Zürich und Paris. Das zeigt, dass der Kampf um Macht und Einfluss bereits begonnen hat. Doppelspurigkeiten sind programmiert.

Ein Hauptmotiv für die Fusion liegt für Holcim und Lafarge im Abbau von Überkapazitäten. Beide Konzerne leiden unter einer sehr niedrigen Auslastung ihrer Produktionsstätten in den saturierten und kaum wachsenden Märkten in Westeuropa und Nordamerika. Durch Desinvestitionen soll hier Remedur geschaffen werden. Aber auch in diesem Bereich haben die optimistischen Annahmen der Fusions-Architekten eher spekulativen Charakter.

Die Kartellbehörden werden hier strenge Massstäbe anlegen. Die Analytiker der Credit Suisse weisen auf diese Tatsache hin: «The more assets the group is told to divest by antitrust authorities that it wasn't planning or needing to sell, the greater the risk of

lower synergy savings.» Und wer will in einem gesättigten Markt überschüssige Zementkapazität erwerben? Die Preise werden wohl kaum ein attraktives Niveau erreichen, und die Mittel dazu sind beschränkt. Credit Suisse kommentiert dazu: «Unless companies are willing to raise equity capital, there is not much acquisition firepower in the industry currently.»

Geostrategische Aspekte

Besonders nachteilig beurteilen wir aus Sicht von Holcim die geostrategischen Auswirkungen der Fusion. Lafarge hat es im Gegensatz zu Holcim versäumt, starke Positionen in den stabilen Wachstumsmärkten Lateinamerikas und Asiens aufzubauen. Der globale Schwerpunkt von Lafarge liegt in politisch und wirtschaftlich volatilen Märkten des Nahen und Mittleren Ostens und Afrikas. Rund 26% der Zementkapazitäten von Lafarge liegen in Ägypten, Marokko, Algerien, Irak, Syrien, Jordanien, Nigeria und Südafrika. Der Anteil der Märkte von Holcim in diesen Gebieten beträgt bloss 4%. Die Fusion mit Holcim erlaubt es Lafarge, ihre strategische Schwäche im Märktmix auszumergen, benachteiligt aber damit die bestehende Substanz der Holcim, die mit 53% der Kapazität in Lateinamerika und in Asien verankert ist.

Goodwill-Lasten

Führt die Fusion zu mehr Marktmacht und damit zu besseren Margen? Auch hier sind grosse Zweifel angebracht. Zement ist eine sogenannte Commodity, ein fungibles Produkt, das schwer zu differenzieren ist. Auch die grossen Anstrengungen von Holcim und Lafarge, den Commodity-Charakter durch Serviceleistungen und Spezialzemente bzw. spezielle Beton-Rezepturen zu überwinden, kann die margenmässige Schwäche des Zements als normiertes Massenprodukt nicht nachhaltig korrigieren. Serviceleistungen sind aufwendig und führen nicht zu signifikanten Margenverbesserungen, weil ihr Umsatzanteil beschränkt ist. Der entscheidende Erfolgsfaktor im Zementgeschäft bleibt weiterhin die Kostenführerschaft.

Ein letzter Aspekt bezieht sich auf die finanzielle Substanz und Stabilität.

Beide Konzerne haben seit dem Jahr 2000 stark expandiert. Kennzeichnend dafür ist der hohe Akquisitions-Goodwill in den Bilanzen – auch ein Indiz dafür, dass die Akquisitionen wahrscheinlich überzahlt worden sind. Lafarge hat in den Aktiven diese «Assets» per Ende 2013 mit 14,2 Mrd. Fr. ausgewiesen, Holcim dagegen mit 6,9 Mrd. Fr. Bei Lafarge beträgt dieser Goodwill 31% der Aktiven, bei Holcim nur 18%. Die IFRS-Rechnungsnormen schreiben vor, dass der Goodwill periodisch auf seine Werthaltigkeit zu überprüfen ist. Verluste sind nicht auszuschliessen. 45% des Lafarge-Goodwills stammt aus Akquisitionen in politisch und wirtschaftlich instabilen Ländern (Mittlerer und Naher Osten / Afrika). Die Substanz der entsprechenden Positionen ist gefährdet.

Wir können daraus folgern, dass die Werthaltigkeit des Eigenkapitals von Holcim besser geschützt ist als diejenige von Lafarge. Es erstaunt deshalb nicht, dass die Rating-Agenturen Holcim weit besser beurteilen als Lafarge. Jedenfalls ergibt sich aus dem Vergleich der finanziellen Stärke der beiden Firmen die eindeutige Erkenntnis, dass es sich bei dieser Fusion nicht um einen «Merger of Equals» handeln kann. Kommt sie zustande, würde Lafarge eindeutig den grösseren Nutzen daraus ziehen. Fazit: Die Fusion bietet meines Erachtens keine substanziellen Vorteile und benachteiligt die Aktionäre von Holcim.

Langfristiges Unternehmertum

Die eigentliche Kernfrage für den nachhaltigen Erfolg der geplanten Grossfusion liegt nicht in der betriebswirtschaftlichen und finanziellen Dimension allein. Sie lautet: Wer wird in der fusionierten Grossunternehmung die globale strategische Kompetenz wahrnehmen? Dazu braucht es langfristig denkendes Unternehmertum, und dies setzt eine solide und stabile Aktionärsstruktur auf lange Zeit voraus. Die heutige Konstellation lässt diese Frage offen.

Max D. Amstutz war von 1970 bis 1994 Delegierter des Verwaltungsrates der Holcim (früher Holderbank Financière Glarus AG) und bis 1999 Verwaltungsrat.