

# Liebes Investor!

Die griechische Tragödie nimmt kein Ende – Akteure und Zuschauer nehmen an einem immer wieder um einen Akt verlängerten Schauspiel teil. Eine gewisse Müdigkeit macht sich breit, und die Protagonisten liefern zum Teil nur noch halbherzige Argumente für ihre Aktionen. Die Gesichtswahrung steht im Vordergrund, der Bankensektor wird geschützt und gestützt. Es scheint einfach nicht mehr möglich zu sein, einen Bankrott zu vertuschen, ohne dass es jemandem wehtut.

Der Investor ist in einer Zwickmühle. Einerseits möchte er sein Währungsrisiko reduzieren und möglichst viele Investitionen im Heimatland, sprich in Franken, eingehen. Andererseits sollte er aus Renditeüberlegungen dort investieren, wo das Wachstum ist: nicht in Schwellenländern. Entsprechende Anlagen sind jedoch meist im tragischen Euro oder im schwindstüchtigen Dollar aufgelegt. Es gibt zwar immer mehr Quanto-Produkte, aber der Währungsschutz hat seinen Preis. Nach einem Anlagejahr, in dem die Avancen der Basiswerte oft von Währungsverlusten aufgefangen wurden, sind für den Euro weitere Belastungsproben in Sicht. Wahrlich keine einfache Situation für Anleger.

## GV-Bericht Scor zum Beispiel

In der «Finanz und Wirtschaft» vom 4. Mai wurde in einem Kommentar das Thema der Generalversammlungscommuniqués aufgegriffen. Dabei wurde bemängelt, dass die meisten dieser Mitteilungen stereotyp und kaum aussagekräftig sind. Ich finde keine plausible Erklärung, weshalb weder die festgestellten Kommunikationschefs noch die gut bezahlten externen Kommunikationsberater hier nicht schleunigst für Abhilfe sorgen und die GV-Medienmitteilungen mit mehr Inhalt anreichern.

Wenn die «Spezialisten» nicht selbst draufkommen, wie man es machen

muss, gebe ich ihnen gerne einen Fingerzeig, wo sie Anschauungsunterricht nehmen könnten: bei der französischen Rückversicherungsgruppe Scor zum Beispiel. In dem noch am Tag der Aktionärsversammlung in drei Sprachen – Französisch, Deutsch, Englisch – verschickten Communiqué sind die Ergebnisse aller Abstimmungen detailliert aufgeführt. So erhielt der Gewinnverteilungsantrag des Verwaltungsrats 115 570 894 Ja-Stimmen, entsprechend 99,9998% aller Stimmen, und 200 Nein-Stimmen oder 0,0002% aller Stimmen, 8261 legten Enthaltung ein.

Bemerkenswert sind einzelne Resultate der Wahlen in den Verwaltungsrat. Der VR wurde nicht «in corpore» gewählt, wie das hierzulande unzeitgemäss noch immer von einigen Unternehmen praktiziert wird, sondern einzeln, Kandidat für Kandidat. Dabei fielen die Quoten gar nicht unisono aus. So erhielt beispielsweise der Schweizer Vertreter im Scor-VR, Peter Eckert, 99,4749% der vertretenen Stimmen, der erfolgreich agierende CEO Denis Kessler hingegen «nur» 83,7959%. Die 16,2041% Nein zu seiner Wahl, immerhin 18,49 Mio. Stimmen, und die 1,45 Mio. Enthaltungen rekrutierten sich wohl aus dem Lager derjenigen Aktionäre, die für konsequente Gewaltentrennung sind und einen CEO deswegen nicht auch im VR haben wollen – ungeachtet seines Leistungsausweises.

Nun, darüber lässt sich streiten. Soll man strikt die Gewaltentrennung, koste

es, was es wolle, durchsetzen und VR sowie Konzernleitung konsequent trennen? Oder kann/darf es auch Ausnahmen geben? Die Geister scheiden sich an dieser Frage. Ist ein Unternehmen in argen Schwierigkeiten, kann ein Doppelmandat aus meiner Sicht durchaus sinnvoll und auch im Sinne der (sonst konsequent agierenden) Aktionäre sein. Sind die ärgsten Probleme im Unternehmen jedoch gemeistert, müsste die Personalunion aufgehoben und dem Grundsatz der Good Corporate Governance Rechnung getragen werden. Doch ehrlich gesagt: Für mich zählt in erster Linie der Erfolg. Der kann sich einstellen mit einem Doppelmandat (wie das Beispiel Galenica belegt), umgekehrt kann ein Misserfolg auch eintreten im Fall einer strikt getrennten Rollenverteilung von VR und CEO. Beispiele hierfür gibt es leider zur Genüge. Dessen ungeachtet stemmen sich gewisse Organisationen missionarisch gegen die Doppelfunktion – Leistungsausweis hin oder her. Das wäre doch ein gutes Thema für die Abschluss- oder Doktorarbeit eines Studenten: Vor- und Nachteile eines Doppelmandats versus Vor- und Nachteile einer konsequenten Gewalttrennung in VR und Management. Wen reizt's?

## Banken und Uhren

Ich weiss, die Generalversammlung der UBS hat vor drei Wochen stattgefunden. Gleichwohl will ich auf eine Kleinigkeit zurückkommen, die mir während der Referate der Herren Grübel und Villiger aufgefallen ist: Ich lauschte den Worten, musste aber immer auf ihre Handgelenke starren und stellte mir plötzlich die Frage: Was haben Banken und Uhren gemeinsam?

Der Schweiz gehe es blendend, referierte UBS-Präsident Kaspar Villiger. Als Land mit einer Bevölkerungszahl einer mittleren chinesischen Stadt könne sie

Wohlstand nur durch den Austausch von Gütern und Dienstleistungen mit dem Ausland erarbeiten. Konzernchef Oswald Grübel lobte die Stärke der KMU, die dazu beitragen, dass die Schweiz eines der erfolgreichsten Länder der Welt ist. Als die beiden Herren gegen die Verschärfung der Kapital- und Liquiditätsvorschriften loszogen, gar von einem Wettbewerbsnachteil gegenüber Banken aus weniger streng regulierten Ländern sprachen, da wurde ich stutzig.

Stellen Sie sich vor, die Hersteller mechanischer Luxusuhren in der Schweiz würden sich beklagen, die Swiss-Made-Bestimmungen für Uhren schränken sie in der Konkurrenzfähigkeit ein. Nick Hayek würde gar unterschwellig mit dem Wegzug der Swatch Group drohen, weil die Vorgaben für die Zertifizierung von Chronometern ein Nachteil gegenüber etwa Herstellern aus Hongkong seien. Absurd ist nur schon der Gedanke.

Ist es nicht eben dieses Qualitätsverständnis von Swiss Made, besser zu sein als die globalisierte Mittelmässigkeit, das den Ruf der Schweizer Uhren ausmacht? Oscar Grübel sollte seine Uhr studieren, die er an der GV getragen hat, und sich fragen, was ihre Reputation ausmacht: Es ist eine Rolex Daytona. Der mechanische Chronograph ist zertifiziert von der Contrôle officiel suisse des Chronomètres. Von Villiger kann man das weniger verlangen. Er trägt seit seinen Bundesratsjahren die gleiche schwarze Plastikuhr. Es ist wenigstens keine asiatische! Vom VR-Präsidenten einer Schweizer Grossbank darf aber schon erwartet werden, dass er solide, ja beste Schweizer Mechanik trägt. Falsche Bescheidenheit ist in diesem Fall fehl am Platz. Es muss ja nicht gleich ein hunderttausendfränkiges Stück einer limitierten Auflage sein.

Ihr Praktikus

## Meinungen zur Börsenlage

### Inflation

«Der starke Anstieg der wichtigsten Rohstoffpreise weckt die Sorge, dass es wie vor etwa zwanzig Jahren erneut zu einer starken Teuerung kommen könnte. Noch erwarten wir keinen nachhaltigen Anstieg der Inflation, doch hat die Unsicherheit in den USA, Europa und den Emerging Markets erkennbar zugenommen. In den Emerging Markets gibt es zudem grosse länderspezifische Unterschiede und zahlreiche Inflationsstreiber wie u. a. Agrarrohstoffe und Öl, wo wir zum Jahresende 2012 einen durchschnittlichen Ölpreis von 110 \$ je Barrel prognostizieren. Die Gefahr von weiteren Zinserhöhungen bleibt hoch. In diesem Umfeld empfehlen wir Investitionen in die momentan günstig bewerteten inflationsindexierten US-Anleihen, in hochverzinsliche Unternehmensanleihen mit jeweiliger Absicherung der Duration, in Aktien mit hoher Dividendenrendite sowie in Rohstoffe.»

DEXIA ASSET MANAGEMENT

### Gold

«Getrieben von der Staatsschuldenproblematik, der Ankündigung der amerikanischen Zentralbank, die Leitzinsen einige Zeit auf niedrigem Niveau zu belassen, und den Inflationsängsten kletterte der Preis für eine Feinunze Gold mit rund 1.57 \$ auf ein neues Höchst. Er sollte auch in den kommenden Monaten von der Verschuldungskrise und den anhaltenden Inflationsnöten profitieren. Auch die Schmucknachfrage in den Emerging Markets unterliegt trotz der sehr positiven Goldpreisentwicklung keinen Beeinträchtigungen. Zudem werden die Zentralbanken angesichts der Schuldenproblematik in den USA und einigen europäischen Peripherieländern ihre Nettokäufe im laufenden Jahr mit Blick auf die Diversifikation ihrer Währungsreserven voraussichtlich weiter ausdehnen. Für die langfristige Preiseinschätzung bleiben wir zuversichtlich gestimmt.»

DZ PRIVATBANK (SCHWEIZ)

*Um es im Leben zu etwas zu bringen, muss man früh aufstehen, bis in die Nacht arbeiten – und Öl finden.*

JEAN PAUL GETTY

Gründer Getty Oil (1892–1976)



# WIN A GOLD BULLION

www.SwissPreciousMetals.com



SWISS PRECIOUS METALS  
GENEVA · SINGAPORE

# Devon Energy fokussiert auf Nordamerika

AKTIENEXPOSÉ US-Explorations- und Produktionsunternehmen investiert kräftig in die Ölförderung – Konzentration auf Onshore-Produktion schränkt Risiken ein

MARTIN GOLLMER

Devon Energy will hoch hinaus. Der amerikanische Öl- und Gasförderer baut in Oklahoma City ein neues Hauptquartier. Entstehen soll bis 2013 ein 54-stöckiger Wolkenkratzer, der Devon Energy Tower. Mit 259 Metern wird er das höchste Gebäude der Stadt sein.

Die Grösste in der Branche ist Devon allerdings nicht. Unter den unabhängigen US-Explorations- und Produktionsgesellschaften nimmt sie – gemessen am Börsenwert – nach Apache und Anadarko Petroleum Platz drei ein. Als unabhängige Öl- und Gasunternehmen werden solche bezeichnet, die – anders als die integrierten Energiekonzerne wie Exxon Mobil oder Chevron – über kein Raffineriegeschäft und kein Tankstellennetz verfügen.

## Aktienrückkäufe laufen

Devon besitzt Explorations- und Produktionsprojekte in den US-Bundesstaaten Texas, Oklahoma und Wyoming sowie in Kanada. Der Fokus auf Onshore-Vorkommen in Nordamerika entspringt der Einsicht, dass das Unternehmen nicht über die Finanzkraft verfügt, weltweit und auch noch offshore aktiv zu sein. Devon startete deshalb vor einigen Jahren ein grosses,

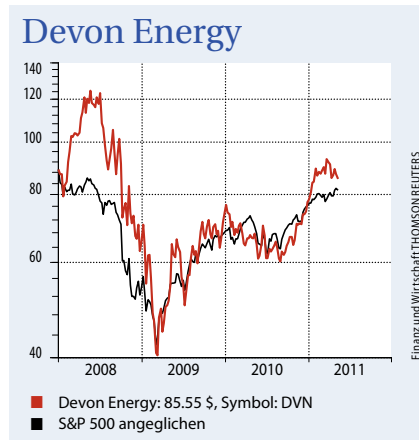
rund 10 Mrd. \$ schweres Devestitionsprogramm. Der Reihe nach wurden Projekte in Westafrika, Ägypten, Gabun, Elfenbeinküste, Äquatorialguinea, China sowie im Golf von Mexiko verkauft. Noch hängig ist der Verkauf von Vorhaben im Betrag von 3,2 Mrd. \$ an BP in Brasilien.

Den Ertrag aus den Assetverkäufen setzt Devon einerseits für Aktienrückkäufe ein. Dafür wurden 3,5 Mrd. \$ bereitgestellt. Bis Ende März 2011 waren 2,1 Mrd. \$ ausgegeben. Mit den Rückkäufen soll der Wert der Aktien gestützt werden, nachdem das Unternehmen rund 10% seiner Assets verkauft hat.

Andererseits hat Devon auch die Schulden um 1,7 Mrd. \$ reduziert. Ende März 2011 betragen die langfristigen Verbindlichkeiten 9,5 Mrd. \$. Schliesslich kaufte Devon noch Öl- und Gasprojekte in den USA und in Kanada für 1,2 Mrd. \$.

Das Unternehmen besass Ende 2010 bewiesene Reserven von 2,9 Mrd. Fass Öläquivalenten. Das sind 36% mehr als zum gleichen Zeitpunkt des Vorjahrs. 60% der Reserven sind Gas, 40% Öl. 71% der Reserven sind erschlossen. Die Jahresproduktion 2010 betrug 228 Mio. Fass Öläquivalente – ungefähr gleich viel wie im Vorjahr. 68% der Förderung entfielen auf Gas, 32% auf Öl. Dieses Verhältnis dürfte sich in Zukunft ändern. Devon hat nämlich im

vergangenen Jahr entschieden, angesichts des tiefen und – wegen der Gasschwemme in den USA – wahrscheinlich auf längere Zeit tief bleibenden Gaspreises die Exploration nach und Förderung von Öl zu verstärken. So sollen in diesem Jahr 90% des Investitionsbudgets von 6 Mrd. \$ in Ölprojekte fliessen. Devon geht davon aus, dass der Ölpreis in Zukunft hoch bleibt, ja noch weiter steigen wird. Als Resultat dieses Entscheids soll die Produktion von Öl im laufenden Jahr rund 20% steigen, während Devon das Wachstum der Gesamtförderung – inklusive Gas – auf 6 bis 8% veranschlagt.



Devon zählt zu den Pionieren der Gewinnung von Gas aus Schiefergesteinsformationen und Kohleladern. Das Unternehmen ist auch führend im Gebrauch von Dampf zur Extraktion von Öl aus den Ölsanden Kanadas. Devon gehörte zu den ersten unabhängigen Explorations- und Produktionsunternehmen, die einen Nachhaltigkeitsbericht vorlegten. Der Konzern wird regelmässig in der Liste der hundert besten Arbeitgeber und der am meisten bewunderten Unternehmen des Wirtschafts\_magazins «Fortune» geführt.

## Höher bewertet als Exxon

Wer einen Öl- und Gastitel mit niedrigem Explorations- und Produktionsrisiko sucht, ist mit Devon Energy gut bedient. Die Valoren werden – aufgrund der jüngsten Strategieentscheide der Unternehmensführung – mit der Zeit eine grössere Ölpreissensibilität entwickeln. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2011 von 13 und für 2012 von 10 liegen die Papiere in der Mitte zwischen den Aktien der Sektornachbarn Apache und Anadarko, aber sind höher bewertet als die Titel der integrierten Multis Exxon und Chevron. Darin spiegelt sich das in der Regel höhere Produktionswachstum der unabhängigen Öl- und Gasförderer.

## Unternehmenszahlen

in Mio. \$	2010	2011 <sup>A</sup>	2012 <sup>A</sup>
<b>Bilanz</b>			
Bilanzsumme	32 927	–	–
Eigenkapital	5644	–	–
Langfristige Schulden	9091	–	–
<b>Erfolgsrechnung</b>			
Umsatz	10 017	10 001	11 574
– Veränderung in %	+23,1	–0,2	+15,7
Ebitda	5936	6507	7784
– Veränderung in %	+35,2	+9,6	+19,6
Operativer Gewinn	4006	4246	5139
– Veränderung in %	+75,5	+6,0	+21,0
Gewinn/Verlust	4550	2689	3282
– Veränderung in %	–	–40,9	+22,1
Hauptsitz	Oklahoma City		
Mitarbeiter in Mio.	5000		

## Aktienstatistik

	2010	2011 <sup>A</sup>	2012 <sup>A</sup>
Kurs am 9.5. in \$		85,55	
Performance seit 1.1. in %		+9,0	
Gewinn je Aktie in \$	5,75	6,04	8,13
KGV	–	13	10
Dividende in \$	0,64	0,67	0,67
Rendite in %	–	0,8	0,8
Börsenkap. in Mio. \$		36 530	

Hauptaktionäre: Davis Selected Advisers (6,1%), George Phydias Mitchell (5,5%), State Street (4,2%)

Analysten-Rating (auf 12 Monate)

Kaufen: 58% Halten: 42% Verkaufen: 0%  
Durchschnittliches Kursziel: 102,62 \$

<sup>A</sup>Schätzung

Quelle: Bloomberg