

# Weiterer Xstrata-Aktionär macht Opposition

**SCHWEIZ** Zusammenschluss mit Glencore auf Messers Schneide – Neues Datum für Aktionärsversammlung wird in Kürze mitgeteilt – Australien winkt Fusion durch

MARTIN GOLLMER

Die Schneide des Messers, auf der der 26 Mrd.\$ schwere Zusammenschluss des Rohstoffhändlers Glencore und des Bergbauriesen Xstrata steht, wird immer dünner. Die bekannten Xstrata-Aktionäre, die das Angebot von 2,8 Glencore-Titeln für einen Xstrata-Valor als zu dürftig und die Treueentschädigung für das Xstrata-Management als zu üppig beurteilen, halten jetzt über 14% der Xstrata-Anteile (vgl. Grafik). 16,48% würden genügen, um die Megafusion zu blockieren, da Xstrata-Grossaktionär Glencore seine Beteiligungen nicht in die Abstimmung einbringen darf. Ein Scheitern des Zusammenschlusses würde sowohl den Glencore- als auch den Xstrata-Teilhabern grosse Verluste bescheren.

Neuester Aktionär, der seine Opposition bekanntgegeben hat, ist die New Yorker Investmentgesellschaft Knight Vinke Asset

Management. Sie hält zwar nur 0,47% der Xstrata-Aktien, hat aber schon mehrmals Kampagnen angeführt, mit denen der Wert von Unternehmen gesteigert werden sollte. Betroffen waren etwa der Detailhändler Carrefour, die Öl- und Gasmultis Eni und Royal Dutch Shell, der Versorger GDF Suez oder die Grossbank HSBC.

## Zu wenig für Aktionäre

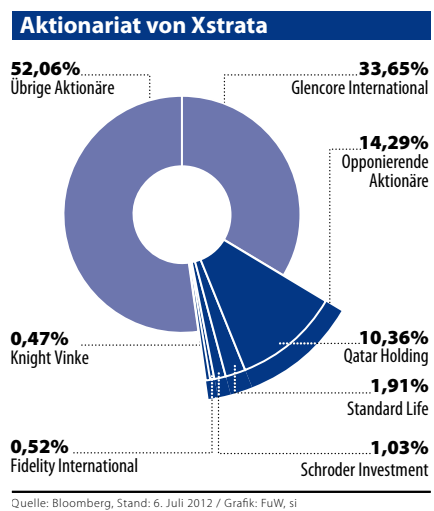
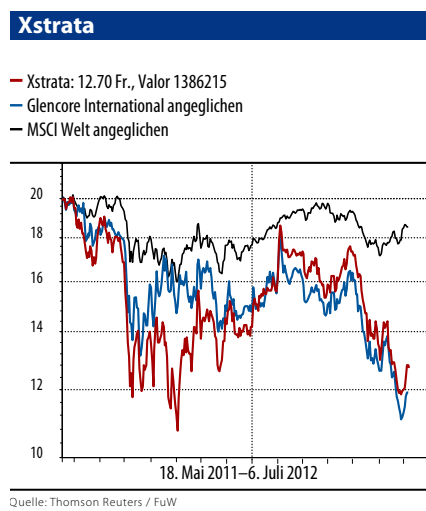
Knight Vinke stösst sich an den Entschädigungen für das Xstrata-Management, das für den Verbleib in dem fusionierten Unternehmen eine Prämie bekomme, die die Aktionäre nicht erhielten. Der Xstrata-Spitze werden über 170 Mio.£ (rund 250 Mio. Fr.) ausgeschüttet, davon allein ein Sechstel an CEO Mick Davis. Auch repräsentiere das Angebot von Glencore den fairen Wert von Xstrata keineswegs, bemängelt Knight Vinke weiter. Die Investmentgesellschaft verlangt deshalb eine Erhöhung des Austauschverhältnisses.

Die Qatar Holding – der Staatsfonds von Katar, der 4 Mrd.\$ ausgegeben hat, um einen Anteil von 10,36% an Xstrata anzuhäufen – hatte am 26. Juni verlangt, dass das Austauschverhältnis auf 3,25 erhöht werde. Seither laufen Verhandlungen mit Glencore, und die Aktionärsversammlungen vom 11. und 12. Juli, an denen die Transaktion von den Teilhabern hätte gebilligt werden sollen, wurden auf unbestimmte Zeit verschoben. Am Donnerstag teilte Xstrata mit, dass ein neues Datum «in Kürze» bekanntgegeben werde. Neben Qatar Holding und Knight Vinke haben auch noch die Vermögensverwalter Fidelity International, Schroder Investment und Standard Life eine Verbesserung des Austauschverhältnisses gefordert.

## Treueprämien angepasst

Die Treueentschädigungen für das Xstrata-Management sind nach Protesten aus Aktionärskreisen inzwischen angepasst worden. Alle Prämien werden jetzt an die Unternehmensergebnisse nach der Fusion geknüpft. Und statt in bar werden sie in Aktien ausgezahlt. Knight Vinke erklärte, auch gegen diese veränderten Entschädigungen stimmen zu wollen.

Am Donnerstag haben Australiens Wettbewerbsbehörden die Genehmigung zur Übernahme von Xstrata gegeben. Der geplante Zusammenschluss habe keine negativen Auswirkungen auf den australischen Markt für Kohle und Basismetalle, erklärte die Kartellbehörde. Glencore und Xstrata versprechen sich aus der bisher einzigartigen Kombination von Förderung und Handel grosse Synergien und einen Konkurrenzvorsprung, um die massive Rohstoffnachfrage aus China und anderen Schwellenländern bedienen zu können.



Kupfer- und Bleimine von Xstrata in Mount Isa im australischen Queensland.

# Eurotunnel wird zum Fahrenbetreiber

**FRANKREICH** Defensiver Schritt zum Erhalt von Marktanteilen

ULRICH SCHÄRER

Der Name Eurotunnel weckt unter Geldgebern unschöne Erinnerungen: Die Tunnelverbindung unter dem Ärmelkanal zwischen Frankreich und England sollte einst eine neue Epoche im Verkehrswesen zwischen den beiden Ländern einläuten. Viele der hochgesteckten Erwartungen wurden indes nicht ansatzweise erfüllt. Im Gegenteil, die Betreibergesellschaft konnte im Wettbewerb mit anderen Verkehrsträgern nie die Oberhand gewinnen: Die intensive Konkurrenz war – neben der hohen Verschuldung – der Hauptgrund, dass Eurotunnel nie eine befriedigende Rentabilität erzielte.

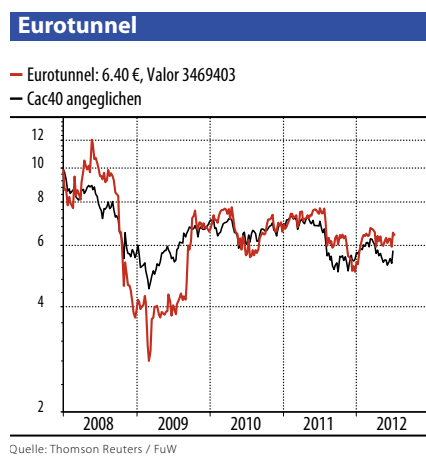
Dass der Tunnel trotz steigender Verkehrsvolumen kein Selbstläufer in Richtung mehr Gewinn ist, räumt nun die Betreibergesellschaft mit einem bemerkenswerten Akquisitionsvorhaben ein. Sie will drei Fähren der vor der Liquidation stehenden Gesellschaft SeaFrance übernehmen. Das ist ein defensiver Schritt, um Marktanteile zu erhalten. Offenkundig befürchten die Eurotunnel-Verantwortlichen angesichts des Trends zu immer grösseren Lastwagen – die sich durch den Tunnel nicht mehr oder nur noch schwerlich befördern lassen – eine Abwanderung von Kunden und wollen nun im eigenen

Unternehmen entsprechende Transportkapazitäten für den Seeweg zur Verfügung stellen. Auch scheinen sie Ambitionen im Frachtverkehr mit gefährlichen Materialien zu haben, die nicht durch den Tunnel befördert werden dürfen.

Dass die Transportvolumen von Eurotunnel steigen, ist an sich eine Notwendigkeit. Trotz finanzieller Restrukturierung verbunden mit schmerzhaften Zugeständnissen von Gläubigern und Anteilseignern ist die Gesellschaft alles andere als eine Wachstumsstory geworden.

Der Gewinn erreichte 2011 gerade mal 11 Mio. € bei einem Umsatz von 845 Mio. Nach wie vor stark belastend wirkten Finanzierungskosten von 264 Mio. €. Wie weit sich das Unternehmen von einstigen Vorgaben entfernt liegt, lässt sich gerade im Frachtverkehr deutlich ablesen: 1987 wurde für das Projekt kräftig die Werbetrömmel gerührt und ein Frachtvolumen von jährlich 15 Mio. t prognostiziert, doch kam die Gesellschaft 2011 gerade mal auf 1,3 Mio. t. Die Zahl der Passagiere erreicht mittlerweile 9,7 Mio. und nicht die ursprünglich in Aussicht gestellten 30 Mio. Die Zahlen belegen unmissverständlich, wie schwer es in der Regel ist, die Entwicklung von Infrastrukturprojekten zu quantifizieren. Neue Akteure im Transportgeschäft – wie sie mit dem Aufkommen der Billigairlines entstanden sind – können weitreichende Konsequenzen haben.

Die Eurotunnel-Führung hat mit ihrem Diversifikationsprojekt in Richtung Fährbetrieb Erstaunen, aber wenig Begeisterung geweckt. Doch Fakt ist, dass das ursprünglich angedachte Projekt den Erwartungen der Aktionäre nicht annähernd gerecht wurde. Die Eurotunnel-Führung ist heute gehalten, Auswege aus einer Krisensituation zu suchen, die nun schon annähernd zwei Jahrzehnte mehr oder weniger akut schwellt. Es bleibt zu hoffen, dass der Kapitaleinsatz dieses Mal mit mehr Augenmass erfolgt als in der frühen Geschichte des Unternehmens.



## Markttechnik

# Auf Roche-Genuss nicht verzichten

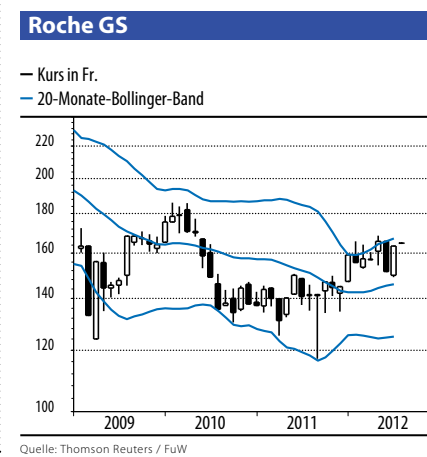
Roche GS machen derzeit 15,34% des SMI aus. Würden ab sofort alle Anleger in Schweizer Aktien passiv investieren und würden alle sich für den SMI als Anlagevehikel entscheiden, wäre diese Gewichtung genauso wie die aller anderen Konstituenten des SMI so lange zementiert, als alle passiv im SMI anlegen würden. Es würde keine Rolle spielen, ob die einzelnen Unternehmen ihre Mittel effizient einsetzen würden oder nicht.

Mit anderen Worten: Sollen die Aktienmärkte tatsächlich Kapital effizient allozieren, braucht es die fundamentale Analyse. Sie versucht herauszufinden welche Unternehmen Geld verschwenden und welche produktiv investieren. Dabei treten in der Anlagepraxis gleich mehrere Probleme auf. Das erste besteht darin, dass nicht alle Analysten das Gleiche wissen, obwohl sie über dieselben Informationen verfügen.

## Heterogene Erwartungen

Daraus entwickeln sich heterogene Erwartungen. Informationseffizienz wäre nur gegeben, wenn homogene Erwartungen für identische Zeiträume entstünden. Wahrscheinlich würde dann der Börsenhandel anders verlaufen. Zwischen kursrelevanten Meldungen wäre er wohl eingefroren. Die Anpassung an die neue Meldung würde sprunghaft geschehen.

In der Praxis orientieren sich die heutigen Kurse entgegen der Theorie sehr



wohl an den gestrigen. Für die Anlegenden besteht ein weiteres Problem ferner darin, dass nur eine Minderheit der fundamentalen Analyse primärer Natur ist, das heisst auf eigenen Unternehmensbesuchen und Befragungen von Verantwortungsträgern basiert. Die grosse Mehrheit ist Sekundär-Research. Die Analysen werden auf Grundlage von Primäranalysen erstellt, die andere erarbeitet haben. Der Raum für Missverständnisse ist also gross.

## Der Schiedsrichter

Ist die technische Analyse bestenfalls als parasitärer Trittbrettfahrer zu bezeichnen? Mitnichten! Richtig eingesetzt, ist die Markttechnik Schiedsrichter zwischen den divergierenden Erwartungen, die sich aus der fundamentalen Analyse ergeben. Über den Einsatz der relativen Stärke kann sie ein recht gutes Verständnis der mehrheitlich akzeptierten Meinungen, der verdrängten und der verworfenen, ermitteln.

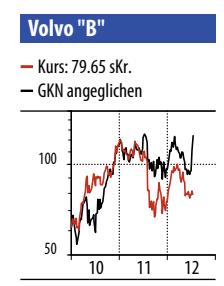
Die eigentlichen Trittbrettfahrer sind die passiven Anleger, die oft genug in Erscheinung treten mit dem Anspruch, als Einzige rational zu handeln, während alle anderen als nicht professionelle Gerücherverwerter abqualifiziert werden. In dieser Auffassung unterstützt werden sie noch von einer Finanzwissenschaft, die sich nicht gerade mit Ruhm bekleckert hat, vom LTCM-Debakel, ausgelöst durch zwei Nobelpreisträger, bis hin zur jüngsten Finanzkrise.

Nach Jahren negativer Einschätzungen bin ich erstmals wieder in der Kolumne vom 8. Juni 2011 und dann erneut ab 3. August 2011 und dem 28. April 2012 mit positiven Einschätzungen zur Entwicklung von Roche GS in Erscheinung getreten. Dies wiederhole ich heute für ein Wertpapier, dessen relative Attraktivität in meinem Modell einen Wert von 1,07 im Verhältnis zum SMI erreicht und von 1,08 zum MSCI Healthcare-Index.

ALFONS CORTES [www.alfonscortes.com](http://www.alfonscortes.com)  
Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

# Volvo strafft das Portfolio

**SE** Verkauf von Volvo Aero an GKN



Die Nutzfahrzeug- und Baumaschinen-Gruppe Volvo hat am Donnerstag den Verkauf ihrer Konzernsparte Volvo Aero an den britischen Industriekonzern GKN bekanntgegeben. Der Transaktion, die noch in diesem Quartal abgeschlossen werden soll, basiert auf einem Unternehmenswert von 6,9 Mrd. sKr. (960 Mio. Fr.). Volvo Aero setzte im vergangenen Jahr 6,5 Mrd. sKr. um – nur rund 2% des Gesamtumsatzes von Volvo – und erzielte ein operatives Ergebnis von 336 Mio. sKr. (knapp 50 Mio. Fr.).

Die Devestition des Geschäfts mit Flugzeugtriebwerken – unter anderem für den Gripen-Kampffjet – und Triebwerkskomponenten dient der Straffung der Konzernaktivitäten; der Verkaufsprozess war im November 2011 eingeleitet worden. Mit der Veräusserung realisiert Volvo einen Kapitalgewinn von 400 Mio. sKr. Abzüglich noch notwendiger Wertberichtigungen auf Vermögenswerte von Volvo Aero wird sich im Konzernergebnis des dritten Quartals ein positiver Ergebniseffekt von 200 Mio. sKr. (knapp 30 Mio. Fr.) einstellen. Volvo geht zudem davon aus, dass sich die Nettoverschuldung durch die Devestition um rund 5 Mrd. sKr. senken lässt. Ende März betrug diese im industriellen Geschäft 17,4 Mrd. sKr., was knapp 22% des Eigenkapitals entsprach.

Volvo Aero sei am Markt auf viel Interesse gestossen, wird Volvo-Chef Olof Persson in der Pressemitteilung zitiert, doch GKN biete die besten Voraussetzungen für eine gedeihliche Weiterentwicklung des Geschäfts. Die Briten sind über GKN Aerospace selbst im Luftfahrtgeschäft aktiv und fertigen auch Triebwerkskomponenten. GKN Aerospace erwirtschaftete 2011 einen Umsatz von 1,5 Mrd.£, die ganze Gruppe kam auf 6,1 Mrd.£. Ihre Aktien zogen am Donnerstag in London 13% an, in Volvo gab es keine Kursreaktion. **CB**