

# Liebes Investor!

Die Diskussion über die Höhe der Boni wird mit oft beträchtlichen Emotionen geführt. Einiges weniger Aufmerksamkeit kommt der nicht minder wichtigen Frage zu, wie die Höhe der Entlohnung und der Leistungsprämie (Bonus) korrekt und fair ermittelt werden könnte. Aktionärinnen und Aktionäre haben das Recht zu wissen, ob ihr CEO und VR-Präsident ihr Geld wert waren oder nicht.

## GE-CEO Immelt vs. S&P 500

Die Entwicklung des Börsenwerts ist für die Messung der Leistung von Top-Kader und Verwaltungsrat ein fairer, transparenter und von den Aktionären akzeptierter Massstab. Ihn verwendet auch das US-Wirtschaftsmagazin «Fortune» in der jüngsten Ausgabe. In einem umfassenden Bericht geht es darum, die zehn Jahre Amtszeit von General-Electric-CEO Jeffrey Immelt zu würdigen und sie mit dem Leistungsausweis seiner Vorgänger – Jack Welch (1981 bis 2001) und Reginald Jones (1972 bis 1981) – zu vergleichen.

Die Bilanz sieht für Immelt nicht gut aus – doch das ist für niemanden, der GE in den letzten Jahren verfolgt hat, eine Überraschung. Als Immelt die Führung von Welch übernahm, war GE einer der erfolgreichsten, meistbewunderten Industriekonzerne Amerikas. Der Aktienkurs sagt alles aus: Seit seiner Amtsübernahme hat er sich halbiert, zwischenzeitlich lang er noch viel tiefer. War Immelt sein Geld, Gehalt und Bonus, wert?

Der Vergleich GE-Aktienkurs und Performance des S&P 500 fällt für Jeffrey Immelt vernichtend aus: In seiner bisherigen Amtszeit ist der GE-Marktwert 50% gefallen, während der S&P-500-Index 16% zugelegt hat (Daten per Ende Januar). So schlecht hat kein GE-Chef je abgeschnitten. Unter Welchs Ägide war der GE-Wert um sagenhafte 2793% explodiert, womit der S&P 500 (+714%) massiv übertroffen wurde. Welch war sein Geld sicher wert.

Die Entwicklung des Börsenkurses ist nicht der Massstab, der der Leistung des CEO vollumfänglich gerecht wird. Wer es genauer will, verwendet wissenschaftlich abgestützte Leistungsmessungsmodelle. In der Schweiz, zunehmend auch im benachbarten Ausland, wird der vom Zürcher Researchunternehmen Obermatt entwickelte Obermatt-Bonusindex zum anerkannten Massstab. Damit kann gemessen werden, ob beispielsweise die Boni von Novartis und Roche angemessen waren (die von Novartis waren angemessen, die von Roche nicht).

## Coco – nur für Institutionelle

Noch kein halbes Jahr ist es her, dass im vergangenen Herbst im Zusammenhang mit der Too-big-to-fail-Debatte über die Verstärkung der Kapitaldecke der Grossbanken die Coco-Idee ins Spiel gebracht wurde. Das seinerzeit in weiten Anlegerkreisen noch weitgehend unbekanntes Finanzinstrument – bedingte Pflichtwandelanleihen, die im Fall eines Unterschreitens der Eigenkapitalquote in Aktien gewandelt würden – fand bereits damals mehrheitlich Zustimmung. Doch ein gewisser Vorbehalt gegen die Coco (Contingent Convertibles) blieb: Würde ausreichend Nachfrage nach diesen gut rentierenden Papieren bestehen? Auch Praktikums hatte sich in Ausgabe 78 vom 6. Oktober 2010 kritisch mit dem Thema befasst («Wer soll Coco kaufen?»).

*Für viele Ärzte ist ein Gesunder ein Mensch, der nur nicht gründlich untersucht wurde.*

JÖRG BLECH

Autor der «Spiegel»-Titelgeschichte «Wenn Ärzte irren» vom 14. Februar

Zwei entscheidende Kriterien müssen erfüllt sein, damit in Milliardenhöhe überhaupt Coco platziert werden könnten: ein stets liquider, gut funktionierender Markt und, zweitens, eine im Vergleich zu der von Bankaktien und Festverzinslichen konkurrenzfähige Rendite. Praktikums sei gespannt, wie gross das Interesse sein werde und wer Coco kaufe. Denn wenn das Konzept scheiterte, müssten die Banken wohl herkömmliche Kapitalerhöhungen vorsehen.

Vier Monate später liegt die Antwort vor: Die institutionelle Nachfrage nach Coco ist vorhanden und ist sogar hoch, weil ihre Verzinsung attraktiv ist und die Institutionellen Grossbankengagements nicht mehr so kritisch gegenüberstehen, wie das noch vor einiger Zeit der Fall gewesen war. Credit Suisse, die auf diese Instrumente gesetzt hat und in den letzten Tagen erfolgreich Coco im Volumen von rund 8 Mrd. Fr. unter zwei Grossinvestoren und institutionellen Anlegern platzieren konnte, hat das Potenzial dieser Pflichtwandelanleihen somit richtig eingeschätzt.

Der Coco-Emissionserfolg der CS wird auch im Ausland anerkennend zur Kenntnis genommen. Mit Blick auf den Konkurrenten UBS, der ebenfalls viel Kapital beschaffen muss, sei das ein Coup für Credit Suisse. Zudem habe die Bank bewiesen, dass ausreichend Nachfrage nach Coco bestehe, und erst noch einen wichtigen Schritt zur Schaffung eines funktionierenden Marktes für Pflichtwandelanleihen getan, schrieb die «International Herald Tribune» in der Ausgabe vom Donnerstag. Bei der institutionellen Tranche handelt sich um Notes mit einer Laufzeit bis 2041 und einer Mindeststückelung von 100 000 \$. Die Verzinsung beträgt 7,875%. Ab 2016 wird der Coupon alle fünf Jahre neu festgelegt. Coco sind privaten Anlegern nicht zugänglich. Mit Blick auf die attraktive Verzinsung und das wieder viel bessere Standing der

Credit Suisse wären sie wohl auch für viele Private ein Thema gewesen.

## Wie lange halten Sie Aktien?

Kaufen und Halten sei überholt, wird uns immer wieder weismacht. Die Zeiten, als man eine Aktie kaufte, sich von den Börsenzyklen nicht beirren liess und sie auf unbestimmte Zeit langfristig hielt, seien angesichts der Schnelllebigkeit im Anlagegeschäft vorbei. Doch die Realität zeigt ein anderes Bild, das der Sicht der Buy-and-Hold-Kritiker widerspricht. Gemäss der soeben veröffentlichten Studie der Universität Zürich «Aktienbesitz in der Schweiz 2010» halten Anleger Aktien erstaunlich lange: 40% der Befragten drei bis acht, 35% gar über acht (!) Jahre. Nur 8% geben an, jeweils weniger als ein Jahr in Dividendenpapieren engagiert zu sein.

Das belegt, dass die Schweizer Aktienanleger nicht kurzfristig orientiert sind. Nun werden Sie einwenden, wie aktiv gehandelt werde, sei eine Frage des Alters. Jüngere Investoren und solche, die sich vorwiegend über das Internet informieren und ihre Börsengeschäfte online abwickeln, würden ihr Portefeuille auch öfter umschichten. Dem ist laut der Studie gar nicht so: Den längsten Investmenthorizont haben die 30- bis 39-jährigen Anleger, sie investieren fast die Hälfte (46%) mit einem Horizont von über acht Jahren. Doch selbst die jüngste Altersgruppe (18 bis 29) hält wenig vom Traden: Nur 17% investieren weniger als ein Jahr, 46% hingegen drei bis acht Jahre.

Nun, wie sehen Sie es? Was ziehen Sie vor? Wie lange halten Sie Aktien mehrheitlich – sehr kurzfristig oder diszipliniert, bis das Kursziel erreicht ist? Ihre Antworten unter [www.fuw.ch/umfrage](http://www.fuw.ch/umfrage).

*Ihr Praktikums*

## Meinungen zur Börsenlage

### Konsum

«Seit Beginn 2011 haben Schwellenländeranlagen überdurchschnittlich korrigiert. Die wachsende Konsumschicht am Fusse der Bevölkerungspyramide (Bottom of the Pyramid) verdeutlicht jedoch, dass sich das 2002 begründete Konzept erst richtig entfaltet. Eine absolut wachsende Mittelschicht mit jährlichem Pro-Kopf-Einkommen von 3000 bis 15000 \$ bzw. gleichzeitig steigende Durchschnittseinkommen sind für Basiskonsum- und Pharmaunternehmen lukrativ. Nestlé beispielsweise erwartet, dass die Zahl der Konsumenten mit einem Einkommen von über 3000 \$ bis 2020 über 40% auf 5,4 Mrd. \$ steigen wird. Internationale Konsummittel mit ausgeprägter Ausrichtung auf Schwellenmärkte haben deshalb nach wie vor die besten Wachstumsaussichten. Nestlé, Danone, L'Oréal und Procter & Gamble sowie im Gesundheitsbereich Novartis und Abbott bleiben deshalb für uns attraktive und nicht zu vernachlässigende Anlagen.» **BANK SARASIN**

### Schwellenländer

«Inflation in den Schwellenländern und ansteigende Leitzinsen schüren derzeit die Ängste der Anleger. Gegen steigende Lebensmittelpreise, welche momentan die Inflation in die Höhe treiben, können die Zentralbanken zwar nichts tun. Sie müssen aber dem «Überschwappen» der Inflation auf die Gehälter und auf das generelle Preisniveau vorbeugen. Wir erwarten daher weitere graduelle Zinsschritte in den kommenden Monaten, während die Lebensmittelpreise sich spätestens Mitte des laufenden Jahres wieder beruhigen sollten. Deshalb gehen wir davon aus, dass Schwellenländer-Aktien in den nächsten Monaten volatil bleiben und weiter korrigieren könnten. Längerfristig jedoch sollten Emerging-Markets-Papiere von höherem Wachstum und attraktiven Bewertungen profitieren. Langfristig orientierte Investoren empfehlen wir, temporäre Korrekturen in den nächsten Monaten vorsichtig als Einstiegsfenster zu nutzen.»

**UBS WEALTH MANAGEMENT**

### Aktien

«2011 wird der Markt stark von den Notenbanken geprägt sein, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der unterschiedlichen Ansätze der US-Notenbank Fed, die durch ihre lockere Geldpolitik bewusst Inflation in Kauf nimmt, und der europäischen EZB, die ein Ansteigen der Inflation in jedem Fall verhindern will. Aber auch andere Faktoren sollten zu einer gewissen Vorsicht mahnen. Die Sorglosigkeit, mit der Neuemissionen, ob Aktien oder Unternehmensanleihen, wieder gezeichnet werden, und die danach auftretenden Kurssprünge deuten darauf hin, dass immer weniger Anleger mit einem Rückschlag rechnen, und gerade dies hat schon manchen auf dem falschen Fuss erwischt. Kurzfristig sind zwar keine unangenehmen Überraschungen zu erwarten, aber mittelfristig ist eine gewisse Vorsicht angebracht. So bleiben wir auch bei den defensiven Branchen positiv, wie Pharma, Gesundheitswesen und Telekommunikation.» **ELLWANGER & GEIGER**

Anzeige

# Einiges spricht für Total

**DAS AKTIENEXPOSÉ** Der französische Ölkonzern bereinigt sein Beteiligungsportefeuille – Konsistente Dividendenpolitik

ULRICH SCHÄRER

Einiges spricht im derzeitigen Wirtschafts- und Börsenumfeld für ein Engagement in Ölkaktien. Die wachsende Nachfrage aus den boomenden Schwellenländern treibt oder stützt zumindest den Ölpreis und begünstigt damit die Entwicklung des Ertrags von Ölförderern wie dem französischen Konzern Total, der für 2010 einen Gewinnanstieg von 25% auf 10,6 Mrd. € bekanntgegeben hat. Zu dem deutlich verbesserten Resultat beigetragen hat nicht zuletzt die Produktionsausweitung von 4,3%. Aber auch in den Sparten Raffinerie und Petrochemie sind positive Entwicklungen zu konstatieren.

## In- und Devestitionspolitik

Total hat sich über die Jahre hinweg mehr und mehr zu einem Ölförderer entwickelt: Der Konzern erwirtschaftete im vergangenen Jahr 83,5% des operativen Ergebnisses im Bereich Produktion und Exploration. In diesem Geschäftsfeld konzentriert er dieses Jahr auch rund 80% des Investitionsbudgets von 16 Mrd. € – davon wiederum den grössten Teil in Projekten, die das weitere Wachstum stimulieren sollen. Im Zeitraum 2011/2012 will die Konzernführung unter Christophe de Margerie rund zwölf bedeutende Vorhaben lancieren.

Es ist dabei wenig wahrscheinlich, dass Total Geld in grössere Akquisitionen investieren wird, weil sie nach Einschätzung von Konzernchef de Margerie oft zu teuer bezahlt werden. Vielmehr setzt er zur Erschliessung von Reservens und neuen Märkten auf Partnerschaften. So kooperiert der französische Konzern mit allen grossen chinesischen Ölgesellschaften, und das rund um den Globus.

Im Bereich Raffinerie stellt die Konzernführung einigen Willen zur Verbesserung



Konzernchef **Christophe de Margerie:** Keine Grossakquisitionen im Visier.

der Rentabilität unter Beweis. Das Grundproblem sind die Überkapazitäten in Europa. So soll die Raffinerie in Dunkerque geschlossen und diejenige im englischen Lindsey verkauft werden. Diese Woche hat Total zudem angekündigt, dass die 48,8%-Beteiligung an der spanischen Cepsa – der zweitgrössten Ölgesellschaft des Landes – an das vom Emirat Abu Dhabi kontrollierte Staatsunternehmen Ipic verkauft wird. Aus dieser Transaktion, für die Ipic ein Publikumsangebot auflegt, fliessen Total voraussichtlich 3,7 Mrd. € zu. Auch diese Transaktion erklärt sich mit dem Willen, sich ein Stück weit aus dem margenschwachen Raffineriegeschäft in Europa zu verabschieden.

Diese Devestitionen bedeuten indes nicht, dass die französische Unternehmensgruppe das Raffineriegeschäft gänzlich aufgeben möchte: In erdölproduzierenden Ländern investiert Total weiterhin in Raffineriekapazitäten, die indes auf die Märkte Asiens und Afrikas ausgerichtet sind. Wie das Beispiel Cepsa zeigt, ist die Konzernführung willens, eine aktive Devestitionspolitik voranzutreiben, um sich

von rentabilitätsschwachen Bereichen zu trennen. Das gesamte Beteiligungsportefeuille werde einem tiefgreifenden Wandel unterworfen, heisst die Vorgabe. Angesprochen ist damit auch die 5,8%-Beteiligung am französischen Pharmakonzern Sanofi-Aventis, die rund 4 Mrd. € wert ist und in den nächsten zwei Jahren abgegeben werden soll.

## Günstig bewertet

Die Attraktivität der Total-Aktien begründet sich zu einem guten Teil mit einer konsistenten Dividendenpolitik: Auch in den von der Krise geprägten Geschäftsjahren 2008 und 2009 sah die Konzernführung davon ab, die Dividende zu kürzen. Der Aktionärsversammlung vom 13. Mai wird nun für das Jahr 2010 eine Ausschüttung von 2.28 € vorgeschlagen, woraus sich eine Rendite von 5,3% errechnet. Das ist eine gute Basis für eine Dividendenwachstumsstrategie. Dabei sei in Erinnerung gerufen, dass der französische Konzern seine Dividende in den vergangenen zehn Jahren mehr als verdoppelt hat.

Für das Gesamtjahr 2011 darf mit einer weiteren Gewinnsteigerung von Total gerechnet werden. Grundlage dafür ist ein absehbar höherer Ölpreis als im Jahr 2010. Neue Förderprojekte sollten dem Konzern ab dem zweiten Halbjahr zusätzliche Impulse verleihen. Mit Blick auf den gesamten Zeitraum 2010 bis 2015 will das Unternehmen die Produktion um durchschnittlich 2% per annum steigern.

Ausgehend von einer gut 10%igen Verbesserung des Gewinns errechnet sich für die Total-Aktien derzeit ein KGV von 8. Das ist eine vergleichsweise bescheidene Bewertung für einen Standardwert wie Total. Gemessen an Kennzahlen wie Kurs/Gewinn oder Kurs/Cashflow waren Total in den vergangenen zehn Jahren kaum je so günstig bewertet.



## Unternehmenszahlen

in Mrd. €	2009	2010	2011 <sup>A</sup>
<b>Bilanz</b>			
Bilanzsumme	127,7	143,7	
Eigenkapital	53,5	61,3	
Nettoverschuldung	13,6	13,0	
<b>Erfolgsrechnung</b>			
Umsatz	131,3	159,3	166
– Veränderung in %	–18,1	+21,3	+4,2
Betriebsergebnis	14,2	19,8	22,9
– Veränderung in %	–37	+40	+15,6
Gewinn	8,4	10,6	11,7
– Veränderung in %	–20,2	+25	+10,4
Branche	Ölindustrie		
Hauptsitz	Paris		
Anzahl Mitarbeiter	96 400		

## Aktienstatistik

	2009	2010	2011 <sup>A</sup>
Kurs am 18.2. in €			43,50
Gewinn je Aktie in €	3,48	4,71	5,20
KGV			8
Dividende in €	2,28	2,28	2,40
Rendite in %		5,3	5,5
Börsenkap. in Mrd. €			102,4
– in % des Umsatzes			62
– in % des Eigenkapitals			167

<sup>A</sup>Schätzung

**Hauptaktionäre:** Deutsche Bank (4,3%); Groupe Bruxelles Lambert (4%)

**Analysten-Rating (auf 12 Monate)**

Kaufen: 57% Halten: 41% Verkaufen: 2%

Durchschnittliches Kursziel: 47,10 €

## IHRE MEINUNG ZÄHLT!

Sind Sie interessiert, jährlich an zwei bis drei Online-Umfragen über unsere Zeitung teilzunehmen und uns Ihre Meinung zu diversen Themen mitzuteilen?

Anmeldung unter [marketing@fuw.ch](mailto:marketing@fuw.ch) mit dem Vermerk «Umfrage».



Verlag Finanz und Wirtschaft AG  
Marketing, Postfach  
8021 Zürich, Tel. 044 298 35 35  
[marketing@fuw.ch](mailto:marketing@fuw.ch), [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)