

BP lässt sich in Russland nicht entmutigen

Verhandlungen mit Rosneft über eine Zusammenarbeit gehen weiter – Russischer Ölkonzern könnte auch andere ausländische Partner ins Spiel bringen

MARTIN GOLLMER

Obwohl sich der britische Energie-multi BP in Russland nun schon zum zweiten Mal die Finger schwer verbrannt hat, sollen die Verhandlungen mit dem halbstaatlichen Ölkonzern Rosneft über eine Zusammenarbeit weitergehen. Nach dem Scheitern des Aktientausches mit den Briten sind die Russen jetzt allerdings frei, auch andere ausländische Interessenten an der Entwicklung der vielversprechenden Öl- und Gasvorkommen in der arktischen Karasee zu beteiligen.

Vier Monate lang kämpfte BP um den 7,8 Mrd. \$ schweren Aktientausch mit Rosneft und das Gemeinschaftsunternehmen zur Entwicklung der riesigen Öl- und Gasvorkommen in der Karasee. Auf dem Spiel stand sehr viel – nämlich ob der britische Energiemulti nach der verheerenden Ölkatastrophe im Golf von Mexiko wieder auf einen langfristigen Wachstumspfad zurückkehren kann.

Doch BP's anderer russischer Partner AAR, gegen den die Briten schon einmal einen Machtkampf verloren hatten, wollte nicht mitziehen. Er bestand vor Gericht erfolgreich darauf, dass BP die Vorhaben in Russland wie vertraglich vereinbart im Rahmen des Joint Ventures TNK-BP, der drittgrössten russischen Ölgesellschaft, durchzieht. Ein Versuch, den 50%-Anteil der Russen für 32 Mrd. \$ auszukufen, scheiterte Anfang dieser Woche. Weil so das Gemeinschaftsunternehmen mit Rosneft nicht starten konnte, wurde auch der Aktientausch hinfällig.

Drei Szenarien sind denkbar

Doch sowohl BP wie Rosneft betonten danach, dass die Verhandlungen über eine Zusammenarbeit zwischen den beiden Konzernen und die gemeinsame Entwicklung der fossilen Ressourcen in der Karasee weitergehen sollen. Drei Szenarien sind denkbar.

Von BP bereits bestätigt ist, dass die tripartiten Gespräche fortgesetzt werden. Könnte AAR ausgekauft werden, erhielte BP einen Anteil von 75% an TNK-BP, Rosneft einen solchen von 25%. Weil die Regierung in Moskau voraussichtlich einen ausländisch beherrschten russischen Energiekonzern nicht zulassen will, wäre in diesem Fall wahrscheinlich, dass Rosneft ihren Anteil zulasten von BP auf mindestens 50% ausbauen könnte.

Eher unwahrscheinlich ist, dass BP ihren 50%-Anteil an TNK-BP verkauft, um mit Rosneft weiter geschäften zu können. Zu gross ist die Bedeutung des Joint Ven-



tures für BP. Es macht ein Fünftel der Reserven und ein Viertel der Produktion des britischen Konzerns aus.

Realistisch scheint dagegen ein drittes Szenario – nämlich, dass zusammen mit oder anstelle von BP ein neuer ausländischer Partner ins Spiel kommt. Mögliche Namen sind die US-Energiemultis Exxon Mobil und Chevron. Beide haben im vergangenen Jahr schon Kooperationen mit Rosneft in Offshoreprojekten abgeschlossen und könnten interessiert sein, ihre Präsenz im schwer zugänglichen Russland auszubauen. Dasselbe Ziel verfolgt auch der niederländisch-britische Konzern Royal Dutch Shell, der bereits Projekte mit dem russischen Gasgigant Gazprom durchführt. Weitere mögliche Partner für Rosneft sind

der französische Multi Total und der halbstaatliche norwegische Konzern Statoil. Auch chinesische Energieunternehmen sollen an einer Partnerschaft mit Rosneft interessiert sein. Doch die Russen werden wahrscheinlich amerikanische oder europäische Unternehmen bevorzugen, weil sie grössere Erfahrungen in der Tiefsee und mit harschen Umweltbedingungen aufweisen. Auch verfügen sie über besser ausgebildetes Personal.

BP-Titel bleiben spekulativ

Die BP-Aktien bleiben angesichts dieser Ausgangslage spekulative Werte. Sie scheinen zwar unterbewertet, aber neben der unsicheren Zukunft in Russland lastet auch noch die mögliche Schuld am Desaster im Golf von Mexiko auf dem Konzern. Einen Lichtblick gab es zwar am Donnerstag: Ein Minderheitspartner am Golfprojekt, die japanische Mitsui, willigte ein, einen Teil der Verantwortung zu übernehmen und BP eine milliardenhohe Entschädigung zu zahlen (vgl. Seite 20).

Die Rosneft-Papiere bleiben beachtenswert. Die Russen haben 17 Lizenzen zur Entwicklung der Vorkommen in der Karasee. Dort sollen 50 Mrd. Fass Öl lagern, davon 12 bis 15 Mrd. Fass förderbar – so viel wie in der gesamten Nordsee. Rosneft kann deshalb ihre Partner auswählen und ihnen die Bedingungen diktieren, zu denen sie mit ihnen zusammenarbeiten will.

IEA fordert höhere Ölproduktion



Der globale Ölmarkt brauche dringend ein grösseres Angebot, um ein **Abwürgen des Konjunkturaufschwungs** in den ölimportierenden Ländern zu verhindern. Das fordert der geschäftsführende Ausschuss der Internationalen Energieagentur (IEA). Der Ausschuss rief die ölproduzierenden Staaten auf, ihre Förderung zu erhöhen, «um die negativen wirtschaftlichen Konsequenzen zu vermeiden, die eine weitere **Verengung des Ölmarkts** verursachen könnte», wie es in einem am Donnerstag veröffentlichten Communiqué hiess.

Der Aufruf setzt die IEA, welche die Interessen der grossen energiekonsumierenden Länder der Welt wahr, in auffälligen **Gegensatz zur Organisation ölexportierender Staaten (Opec)**. Diese vertritt die Meinung, der Ölmarkt sei ausreichend versorgt und brauche die 4 Mio. Fass Tagesproduktion nicht, welche die Organisation in Reserve halte. Die Opec-Mitglieder treffen sich im Juni, um ihre Förderpolitik zu diskutieren. Vertreter mehrerer Mitgliedstaaten haben aber erklärt, dass eine **Produktionserhöhung wahrscheinlich nicht auf der Traktandenliste** stehe.

Die IEA warnt seit langem vor den Gefahren der hohen Ölpreise für die Weltwirtschaft. Das neueste Statement des geschäftsführenden Ausschusses ist indessen die **bisher schärfste Warnung**. Obwohl die Preise seit Anfang Mai rund 10% gefallen seien, blieben sie historisch gesehen hoch, hielt der Ausschuss fest. Sie stellten deshalb eine zunehmende Gefahr für das Wachstum dar. Öl der Nordseesorte Brent stand am Freitagmittag auf 109.32 \$ pro Fass – 15% höher als zu Beginn des Jahres.



In den Tiefen der russischen Karasee sollen Reserven bis zu 50 Mrd. Fass Öl lagern.

BILD: OKAPIA

Big Oil im Visier der US-Politiker

Die grössten Ölunternehmen in den USA sind noch einmal davongekommen: Der Senat, die kleine Kammer des US-Parlaments, hat am Dienstag einen Gesetzesvorschlag blockiert, der Steuererleichterungen für **Exxon Mobil, Chevron, Conoco Phillips, BP America und Shell Oil** im Umfang von rund 2 Mrd. \$ pro Jahr aufheben wollte.

Der Vorschlag war von Demokraten eingebracht worden. Sie argumentierten, dass die Energiemultis den hohen Ölpreis einfach an die Automobilisten weitergeben und deshalb **rekordverdächtige Gewinne** einstreichen würden, während die Automobilisten an den Tankstellen für Benzin tief in die Tasche greifen müssten. Gleichzeitig laufe das **Haushaltdefizit der USA** aus dem Ruder, weshalb dringend Sparmöglichkeiten und Mehreinnahmen gefunden werden müssten. «Der Gesetzesvorschlag will, dass auch die Reichsten und Mächtigsten ihren Anteil leisten, um das Defizit reduzieren zu

helfen», sagte der demokratische Senator Robert Menendez, der Autor des Vorstosses.

Republikaner und einige Demokraten stimmten gegen die Rücknahme der Steuererleichterungen. Sie erklärten, der Vorschlag würde das **Bohren nach einheimischem Öl** beeinträchtigen und nichts beitragen zur **Senkung des Benzinpreises**. Für den Vorstoss votierten 52 Senatoren, dagegen 48. Damit wurde das Quorum von 60 Stimmen verfehlt, das notwendig ist, damit ein Gesetzesvorschlag als angenommen gilt.

Entwarnung gibt es für Big Oil trotzdem nicht: Die Demokraten versuchen nun, die Steuererleichterungen für die Ölmultis via ein **Defizitreduktionspaket** abzuschaffen, das gegenwärtig von einer Parlamentariergruppe und der Regierung Obama ausgehandelt wird. Vertreter beider Parteien sind sich einig, dass das Defizit abgebaut werden muss, sie streiten sich aber nach wie vor über das Wie und Wo. **MG**

Rohstoffmulti Glencore stösst auf eine Welle der Skepsis

Aktien fallen am zweiten Handelstag unter Emissionspreis von 530 p – Hohe Bewertung im Vergleich zu Xstrata – Wettbewerb im Rohstoffhandel verschärft sich

Auch für Glencore International, das weltgrösste Rohstoffhandelshaus, wachsen die Bäume nicht in den Himmel. Obwohl die Aktien des neu auf der britischen Kanalinsel Jersey ansässigen, aber weiterhin in Baar steuerpflichtigen Unternehmens am Donnerstag den Handel in London dominierten, kam der Kurs nicht auf Touren und schloss auf dem Ausgabepreis von 530 p. Der Nachrichtenagentur Bloomberg zufolge wechselten Glencore-Papiere für rund 3 Mrd. £ (4,3 Mrd. Fr.) die Hand. Das Gesamtvolumen sämtlicher Titel im FTSE-100-Index, in den Glencore erst nächste Woche aufgenommen werden, er-

reichte 4,1 Mrd. £. Am Freitag fiel der Kurs unter den Ausgabepreis. Offiziell wird der Handel in den Glencore-Aktien in London am kommenden Dienstag und in Hongkong am Mittwoch aufgenommen.

Doppelt so teuer wie Sektor

Die bisher erfolgsverwöhnten und –reichen gut 500 Partner von Glencore – am Freitag war ihr Kapitalanteil von 83,1% rund 30 Mrd. £ wert – müssen konstatieren, dass ihnen an der Börse viel Skepsis entgegengebracht wird. Der Hauptgrund für den verhaltenen Börsenstart dürfte in der hohen Bewertung der Gruppe liegen.

Die Analysten des US-Wertschriftenhandelshauses Alliance Bernstein, das nicht zum Syndikat der über zwanzig Emissionsbanken zählt, beziffern den von Glencore 2011 erzielten Bruttobetriebsgewinn (Ebitda) auf 9 Mrd. \$. Dividiert durch die Summe der Börsenkapitalisierung und der Nettoverschuldung von zuletzt 14,8 Mrd. \$ ergibt das einen Wert von 8,2. Der Zuger Wettbewerber Xstrata, an dem Glencore mit 34,5% beteiligt ist, wird im Vergleich dazu zum 5,1-Fachen erwarteten Ebitda eingestuft. Der entsprechende Multiple des gesamten Minensektors in London beträgt nach Berechnungen von Bernstein Research gar nur 4,3.

Die Phalanx der börseneinführenden Banken hat keinen Aufwand gescheut, um die Nachfrage nach Glencore-Aktien anzukurbeln. Im Kotierungsprospekt, der über 1600 (!) Seiten umfasst, wird ausführlich beschrieben, was Glencore nach Meinung des Unternehmens und seiner Berater einmalig macht. Unbestritten ist die Marktmacht des Rohstoffhandelshauses, das auch ein gewichtiger Minenkonzern ist und 2010 einen Umsatz von 145 Mrd. \$ erwirtschaftete. In den Industriemetallen Zink und Kupfer laufen geschätzte 60 bzw. 50% des Welthandels über Glencore, im Fall von Aluminium und Kobalt immerhin rund 20% (vgl. Grafik). Die Gruppe, die auch mit Agrarrohstoffen, Öl und Kohle handelt, ist breiter aufgestellt als der Hongkonger Konkurrent Noble (vgl. Seite 13) und erst recht die Schweizer Ölhändler Vitol und Trafigura.

Engagements eilen nicht

Dennoch ist die Bedeutung der Rohstoffhandelsparte von Glencore nicht zu überschätzen. Sie trägt zwar den Löwenanteil zum Umsatz bei (vgl. Tabelle), doch betragen die Gewinnmargen nur einen Bruchteil derjenigen in der Industriesparte. Auffällig ist auch, dass der Gewinn von 1,7 Mrd. \$, der Glencore 2010 anteilmässig

von Xstrata zufluss, über 40% des Konzerngewinns von 4,1 Mrd. \$ ausmachte.

Glencore ist bestrebt, das Industrieportefeuille durch Akquisitionen und eigene Projekte weiter auszubauen. Je mehr sich das Unternehmen jedoch in einen Minenkonzern verwandelt, desto fragwürdiger ist die Prämie, mit der die Aktien gegenüber dem Bergbausektor gehandelt werden. Privat Anleger, die im Vor-

feld des IPO kaum eine Chance hatten, Aktien zu zeichnen, brauchen auch jetzt nichts zu überstürzen. Glencore muss sich für Publikumsaktionäre erst als verlässlicher Partner beweisen. Risikofaktoren sind der sich seit längerem verschärfende Wettbewerb im Rohstoffhandel und politische Gefahren, denen sich die Gruppe durch verschiedene Engagements in instabilen Drittweltländern aussetzt. **DF**

Margenschwacher Handel			
in Mio. \$	2008	2009	2010
Handel			
Umsatz	141 867	97 804	133 977
Bereinigter Ebitda ¹	3215	1606	2367
Bereinigter Ebit ¹	3202	1591	2337
Industriegeschäft			
Umsatz	10 360	8560	11 001
Bereinigter Ebitda ¹	1853	1468	1992
Bereinigter Ebit ¹	1291	861	1111
Gewinn aus Beteiligungen ²	183	31	113
Gewinn aus Xstrata-Anteil	1536	824	1729
Investitionsausgaben (Capex)	1875	1116	1890
Konzern			
Umsatz	152 236	106 364	144 978
Bereinigter Ebitda ¹	6787	3929	6201
Bereinigter Ebit ¹	6212	3307	5290

¹ vor ausserordentlichen Posten ² ohne Xstrata Quelle: Glencore

