

BP ist schlank und schlagkräftig geworden

GROSSBRITANNIEN Die Katastrophe im Golf von Mexiko hat den Öl- und Gasmulti stark verändert. Anleger können wieder Engagements ins Auge fassen.

MARTIN GOLLMER

Seit der Ölkatastrophe im Golf von Mexiko hat sich BP stark gewandelt. Der britische Öl- und Gasmulti ist schlanker und schlagkräftiger geworden. Vergangene Woche zog der Konzern mit einer letzten Rückstellung von 5,2 Mrd. \$ offiziell einen Schlussstrich unter die Aufwendungen für den Unfall vom April 2010. Inklusiv diese Massnahme hat die Explosion der Ölbohrplattform Deepwater Horizon das Unternehmen 61,6 Mrd. \$ gekostet (vgl. Kasten). Beim Unfall kamen elf Arbeiter ums Leben. Er führte zur grössten Ölpest in der Geschichte der USA.

Die Ölkatastrophe hatte weitreichende Folgen für BP. Der damals amtierende CEO Tony Hayward musste zurücktreten, nachdem er sich in den ersten Wochen nach dem Unfall ungeschickt verhalten hatte. Um die hohen Kosten für die Beseitigung der Ölpest, den Schadenersatz an Individuen, Unternehmen und Gebietskörperschaften sowie die Strafzahlungen aufbringen zu können, musste der Konzern umfangreiche Aktiva verkaufen. Bis heute sind dabei Öl- und Gasprojekte im Wert von insgesamt über 40 Mrd. \$ abgestossen worden.

Produktion gesunken

Die Produktion sank dadurch von knapp 4 Mio. Fass Öläquivalente pro Tag im Jahr 2009 auf 3,28 Mio. Fass in 2015. Und die Marktkapitalisierung von BP verringerte sich von 113 Mrd. £ in 2009 auf 85 Mrd. £ heute. Allerdings hat das nicht nur mit den Folgen der Ölkatastrophe zu tun, sondern auch mit dem Mitte 2014 einsetzenden Ölpreiserfall (vgl. Grafik).

Doch es blieb nicht beim Verkauf von Aktiva allein. Zwischenzeitlich wurde auch die Dividende eingestellt, um Geld zu sparen. Der Ölpreiserfall zwang BP darüber hinaus, die Betriebskosten zu senken und die Investitionen zu reduzieren, um die Bilanz zu schützen und die 2012 wieder voll aufgenommenen Dividendenzahlungen finanzieren zu können. Bis heute hat der Multi die Kosten so weit vermindert, dass aus betrieblichen Aktivitäten genügend Cashflow resultieren sollte, um nächstes Jahr bei einem erwarteten Ölpreis von 50 bis 55 \$ Investitionen

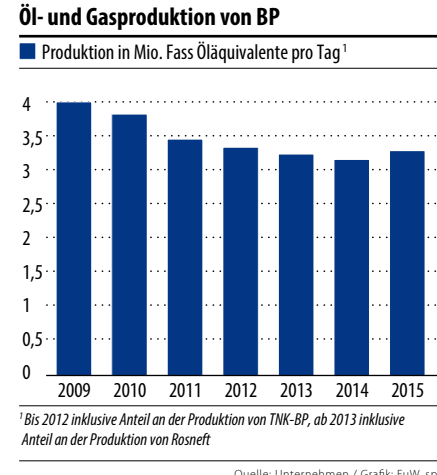
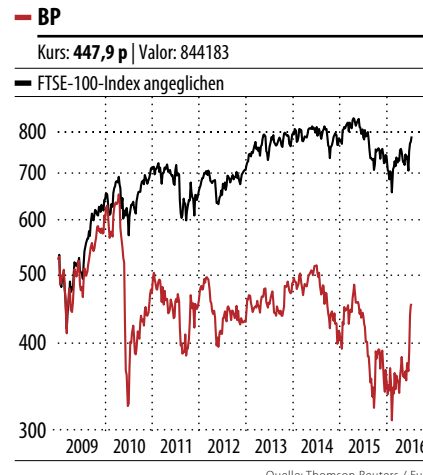


Ölpeppich im Golf von Mexiko nach dem Untergang der Bohrinsel Deepwater Horizon.

und Dividenden decken zu können. Aktuell notiert der Preis für ein Fass Öl der Referenzsorte Brent bei rund 47 \$.

Die neuerliche und gemäss BP-Angaben nunmehr letzte Rückstellung von 5,2 Mrd. \$ dient zur Deckung von möglichen Ansprüchen von Individuen und Unter-

nehmen, die behaupten, durch die Ölkatastrophe zu Schaden gekommen zu sein, bisher aber noch von keiner Schadenersatzvereinbarung profitieren konnten. Der Multi hofft, die noch hängigen Fälle bis 2019 erledigt zu haben. Doch auch dann wird der Albtraum Golf von Mexiko



¹ Bis 2012 inklusive Anteil an der Produktion von TNK-BP, ab 2013 inklusive Anteil an der Produktion von Rosneft
Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, sp

für BP nicht restlos erledigt sein. Es stehen nämlich noch jährliche Zahlungen aus der Einigung an, die der Multi 2015 mit der US-Regierung und fünf Bundesstaaten am Golf erzielte. Diese Einigung kostete BP 20,8 Mrd. \$ und war die grösste in der Geschichte der US-Justiz. Mit ihr schaffte der Konzern Zivilklagen gemäss Clean Water Act und Oil Pollution Act sowie Schadenersatzklagen regionaler Behörden aus dem Weg. BP sagte zu, zur Deckung von Umweltsprüchen während 18 Jahren und von Schadenersatzansprüchen während 15 Jahren zu zahlen.

Unsicherheit weg

«Jetzt können wir alle finanziellen Verpflichtungen aus dem Unfall abschätzen», liess sich BP-Finanzchef Brian Gilvary zitieren. Die Unsicherheit, was die Ölkatastrophe den Multi schliesslich kosten wird, und die den Aktienkurs jahrelang belastete, ist damit weg. BP wird dadurch für Anleger wieder zu einem Unternehmen, in das man investieren kann.

Der Unfall – und der Ölpreiserfall – zwangen BP, alles Fett abzuschneiden. Der Multi ist dadurch schlagkräftiger geworden. Gleichzeitig verschaffte er sich trotz der Belastungen aus der Ölkatastrophe finanziellen Spielraum, was die Wiederaufnahme der Ausschüttungen an die Aktionäre erlaubte. Für 2017 kann eine attraktive Dividendenrendite von 6,7% erwartet werden. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2017 von 14 sind die Titel zudem noch nicht zu hoch bewertet.

In Meyer Burger investieren, aber mit Sicherheitsleine

SCHWEIZ Ein Engagement über Wandelanleihen verbindet Renditepotenzial mit Absicherung. Doch der Markt ist illiquid, die Risikobeurteilung aufwendig.

EFLAMM MORDRELLE

Das Engagement des aktiven Finanzinvestors Veraison beim krisengeschüttelten Solarzulieferer Meyer Burger vergangene Woche kam überraschend. Nicht nur der Zeitpunkt, auch die Art der Beteiligung wirft Fragen auf. Denn der Investor hat sich nicht in den Aktien engagiert, sondern Anteile einer 2020 fälligen Wandelanleihe im Gegenwert von 13,3 Mio. Fr. gekauft. Das entspricht einem 13,3%-Anteil am Emissionsvolumen der ausstehenden Wandelanleihe von 100 Mio. Fr. Am Dienstag notierte der Wandler nahe 68%.

Veraison glaube an die Zukunft von Meyer Burger, «die Wandelanleihe ist deshalb ein attraktives Investment», sagt Gregor Greber, Mitgründer und VR-Präsident von Veraison gegenüber «Finanz und Wirtschaft». Die Logik des Investments erschliesst sich erst auf den zweiten Blick, Aktien bieten in der Regel mehr Gewinnpotenzial. Peter Reinmuth, Leiter Wandel-

anleihen-Investments bei Schroders, rechnet vor: «Wenn die Rückzahlung der Anleihe bei Fälligkeit erfolgt, könnte man über die nächsten drei Jahre 75% verdienen.» Auf den ersten Blick ist das eine attraktive Wette.

Wie ein Chamäleon

Zuerst die Vorteile dieses Vorgehens: Der Gewinn auf dem Wandler kann eingefahren werden, gleichgültig wie sich die Aktie verhält. Sollte die Aktie seitwärts tendieren, könnte die Wandelanleihe sogar mehr abwerfen als die Aktie und das bei theoretisch geringerem Risiko. Denn der Nominalwert wird bei Verfall zurückgezahlt – notabene wenn das Unternehmen dazu in der Lage ist.

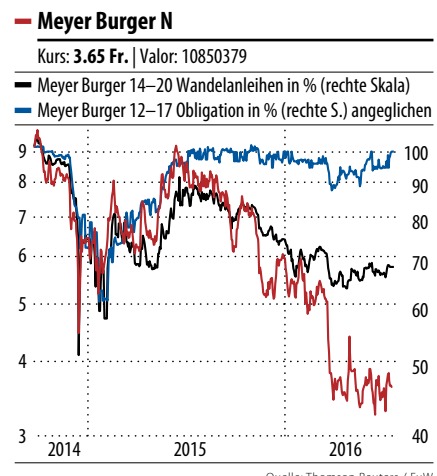
Und genau hier schlummert das Risiko: Meyer Burger wird den Breakeven im rein operativen Geschäft dieses Jahr zwar erreichen, die finanzielle Lage bleibt aber angespannt. Der Ausfall des Bonds ist

nach wie vor ein denkbare Szenario. Ausdrück dieses grossen Risikos sind der aktuell niedrige Kurs der Wandelanleihe (68%) und die hohe Rendite von 25% pro Jahr. Doch auch wenn es an das Eingemachte gehen sollte, bietet der Besitz der Wandelanleihe Vorteile. «Bei Zahlungsunfähigkeit des Emittenten sind die Halter von Wandelanleihen besser gestellt als Aktionäre», sagt Stefan Meyer, Portfoliomanager beim Wandelanleihen-Spezialisten Fisch Asset Management.

Ein weiteres Indiz für das Risiko des Meyer Burger-Wandlers ist denn auch die hohe Wandelprämie von 113%. Diese Prämie gibt den Preisunterschied in Prozent zwischen dem Kauf einer Aktie über eine Wandelanleihe und dem direkten Kauf der Aktie an. Je tiefer die Wandelprämie, desto sensibler ist der Wandler auf Bewegungen des Aktienkurses. Wandelanleihen sind wie ein Chamäleon, sie können verschiedene Eigenschaften annehmen: Bei hoher Wandelprämie nehmen sie den Charakter von Fremdkapital an, bei niedriger den von Eigenkapital. «Der Meyer Burger-Wandler ist sehr nahe an der reinen Obligation», sagt Reinmuth, «der Aktienkurs müsste sich mehr als verdoppeln, damit sich der Bond wie eine Aktie verhält.»

Allzweckwaffe für Emittenten

Die Wandelanleihe von Meyer Burger ist nicht die einzige auf dem Schweizer Markt (vgl. Tabelle). Mit elf kotierten Titeln ist dieser aber sehr überschaubar. Gemäss Stefan Bosshard von der SIX ist der Markt



Lichtin hat das Unternehmen eine Wandelanleihe begeben, «um die Streuung der Aktie und den Freefloat zu vergrössern». Der Lifersteller Schindler hingegen verwendet die ausstehende Wandelanleihe, um die Beteiligung am IT-Händler Also bis Verfall (Juni 2017) zu veräussern.

Anspruchsvolle Selektion

Wer von der Solidität der Also-Aktie überzeugt ist, kann den Wandler als Aktienerersatz mit Sicherheitsnetz betrachten. Aus Anlegersicht kann die geringe Liquidität problematisch sein. «Bei einer illiquiden unterliegenden Aktie ist in der Regel auch die Wandelanleihe illiquid», sagt Meyer.

Nochmals anders gelagert ist der ausstehende Wandler des Energiekonzerns BKW. Mit einer Wandelprämie von 0,2% bewegt sich der Wandler praktisch wie die Aktie. «Der Markt zahlt keine grosse Prämie im Vergleich zur Aktie. Der Vorteil ist die Absicherung nach unten, was die Aktie nicht bietet. Bei steigendem Kurs hingegen macht der Wandler einen Teil der Bewegung mit», hebt Reinmuth die Vorteile der Wandelanleihe hervor.

Anleger müssen sich die Eigenschaften von Wandelanleihen also genau anschauen. «In Wandelanleihen zu investieren, ist komplexer als ein reines Aktien-Investment. Man muss die Kreditsituation berücksichtigen, die Aktie bewerten, die Wandlungskonditionen kennen und beurteilen», hält der Experte fest. Wandler bieten also mehr Sicherheit, bedeuten aber auch mehr Aufwand.

An der SIX kotierte Wandelanleihen

Emittent	Titel	Valor	Kurs in %	Coupon in %	Wandelprämie in %	Liberierung	Verfall	Ausstehender Betrag in Mio. Fr.
Baloise	1.50 BAL CV 09-16	10 713 082	100,6	1,500	10,6	17.11.2009	17.11.2016	242,52
Schindler	0.375 SCHIND CV 13-17	20 527 679	118,3	0,375	-1,1	5.6.2013	5.6.2017	218,07
Crealogix	2.375 Crealogix CV 15-19	29 871 584	103,8	2,375	12,6	6.11.2015	6.11.2019	25,00
Von Roll	1.25 VON ROLL CV 14-20	24 523 928	97,0	1,250	297,4	18.6.2014	18.6.2020	61,00
Meyer Burger	4 MEY CV 14-20	25 344 513	78,0	4,000	113,4	24.9.2014	24.9.2020	100,00
BKW	0.125 BKW CV 14-20	25 359 274	113,8	0,125	0,2	30.9.2014	30.9.2020	163,38
Swiss Life	0 SLH CV 13-20	22 734 223	115,8	0,000	23,3	2.12.2013	2.12.2020	500,00
Von Roll	1 VON ROLL CV 16-22	31 954 490	98,0	1,000	65,7	11.4.2016	11.4.2022	150,00
Implenia	0.50 IMPN CV 15-22	28 550 935	106,5	0,500	22,9	30.6.2015	30.6.2022	175,00
Basilea	2.75 Basilea CV 15-22	30 539 814	100,3	2,750	84,5	23.12.2015	23.12.2022	200,00
Swiss Prime Site	0.25 SP5 CV 16-23	32 811 156	100,3	0,250	19,1	16.6.2016	16.6.2023	250,00

Quelle: SIX, Bloomberg