

# Insider legen neben hilfreichen auch tückische Fährten

Schweizer Manager müssen neuerdings Eigengeschäfte melden. Aber Trittbrettfahrer können davon kaum profitieren.

Von Daniel Zulauf

Seit Wochen melden Finanzzeitungen und Börsenbriefe dies- wie jenseits des Atlantiks, wie fleissig Manager, Verwaltungsräte und deren Familienangehörige die Aktien der eigenen Unternehmen kaufen. Die Deutsche Bank, die Transaktionen von Firmen-Insidern in ganz Europa erfasst und auswertet, stellte in den ersten zwei Septemberwochen eine «unveränderte starke Kaufaktivität» fest. Sie lasse für die nächsten 2 bis 3 Monate 8 bis 10 Prozent höhere Kurse erwarten.

Diese Zeichen des Optimismus sind in Anbetracht der Finanzkrise erstaunlich. Darum hat der auf quantitative Anlagekonzepte spezialisierte Zürcher Vermögensverwalter Dr. Blumer & Partner für den «Tages-Anzeiger» die im laufenden Jahr bis Mitte September gemeldeten Einzeltransaktionen aufaddiert. Aber für die Schweiz lassen sich aus den vorliegenden Daten kaum Schlüsse ziehen. Ein auffallendes Muster geben die Zahlenreihen nicht ab.

## Keinen Optimismus festgestellt

Geschäftsführer Rolf Schneider kommentiert den geringen Informationsgehalt: «Möglicherweise würden ein längerer Beobachtungszeitraum und vertiefte statistische Analysen klarere Ergebnisse bringen.» Den grossen Insider-Optimismus, wie er derzeit in Deutschland und in Amerika vorzuherrschen scheint, hat der Fondsmanager hier zu Lande nicht entdeckt.

Zwar überwogen in der ersten zwei Septemberwochen auch in der Schweiz die Käufe (13 Millionen gegenüber 11 Millionen Franken), doch sind die Beträge zu klein, als dass sie schon als eindeutiges Indiz für eine zu erwartende Marktentwicklung genommen werden könnten. Umfangreicher und entsprechend signifikanter waren die Käufe in der dritten August-Woche, die gleichzeitig einen Tiefpunkt im Verlauf



BILD KEYSTONE

Die Chefs von Schweizer Unternehmen müssen erst noch beweisen, dass sie die Aktien ihres Unternehmens besser einschätzen als das Publikum.

des Swiss-Performance-Index darstellte (vgl. Grafik). In dieser kurzen Zeit hätte sich das Trittbrettfahren auszahlt.

Dasselbe hätte für die Monate Mai bis Juli gegolten, in denen sich die Manager zu Recht sehr pessimistisch zeigten. Vor allem im Mai und im Juni war das Volumen der Verkäufe mit bis zu 40 Millionen Franken in einer Woche stattlich und lag im Durchschnitt dreimal höher als jenes der Käufe.

Interessante Einblicke ergeben Beobachtungen auf der Ebene der einzelnen Titel. Die Nestlé-Insider beispielsweise zeigen seit Anfang Jahr bei Kursen unter 470 Franken eine deutliche Kaufneigung, wäh-

rend sie über dieser Schwelle eher verkaufen. Stark zugenommen haben die Verkäufe seit Mitte August, als die Aktien nach den guten Halbjahreszahlen und der Ankündigung eines grossen Aktienrückkaufs zeitweise um über 15 Prozent zulegen konnten.

## Käufer haben viele Motive

Möglicherweise schätzen die Nestlé-Manager die Wirkung des Aktienrückkaufes weniger hoch ein als andere Anleger. Auffallend ist auch, dass Schweizer Bankmanager in den vergangenen Monaten kaum Transaktionen gemeldet haben, während

die Chefs der Wallstreet-Banken im August so viele eigene Aktien kauften wie seit über 10 Jahren nicht mehr.

Die amerikanischen Anleger werten den Aktivismus ihrer Bankmanager als starkes Kaufsignal, denn niemand ist schliesslich näher am Marktgeschehen als sie. Die Abstinenz der Schweizer ist vor diesem Hintergrund wenig verheissungsvoll. In manchen Fällen legen Insider-Geschäfte aber auch falsche Fährten: So platzierte Ende März George Koukis, Präsident der Softwarefirma Temenos, 5,5 Millionen eigene Aktien zum Kurs von 23 Franken im Markt. Der Kurs legte aber weiter zu – um 34 Prozent bis Ende Juli.

Die Pflichtmeldung von Insider-Transaktionen können Unternehmen aber auch gezielt nutzen, um dem Markt ein Zeichen zu geben. Just nach der Bekanntgabe eines schlechten Halbjahresabschlusses meldete Ascom kürzlich eine Reihe von Aktienkäufen eigener Führungskräfte. Diese sollen zeigen, «dass der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung vom Erfolg der eingeleiteten Massnahmen überzeugt sind», sagte Generalsekretär Daniel Lack auf Anfrage.

Die gewünschte Wirkung ist bislang allerdings ausgeblieben. Offensichtlich lassen sich Anleger von Managern ebenso wenig lenken wie umgekehrt.

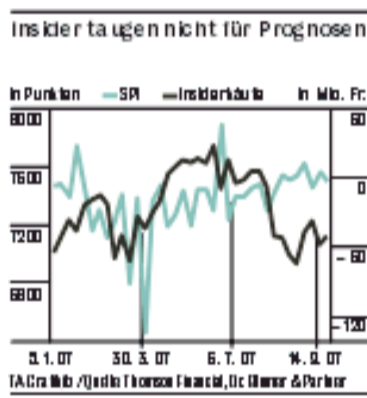
## Deutsche Chefs kaufen besser

Im Gegensatz zu den Schweizern scheinen deutsche Insider tatsächlich für die Kursentwicklung einen guten Riecher zu haben. Indizes, die auf Grund der Käufe und Verkäufe von Chefs berechnet werden, zeigen jedenfalls gegenüber dem Dax30 oder dem MDax (für mittelgrosse Konzerne) einen deutlichen Vorsprung – ebenso wie die von der Commerzbank herausgegebenen Zertifikate. Ein vom deutschen Handelsblatt publiziertes Barometer für Eigengeschäfte zeigt derzeit einen Rekordstand an, was auf einen ausgeprägten Optimismus in den Chefetagen hinweist. Das Barometer spiegelt die Markterwartung für drei Monate. (es)



## Legale Art von Insider-Geschäften

Seit Juli 2005 müssen Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder von Schweizer Firmen Geschäfte in den Aktien des eigenen Unternehmens melden, wenn sie innerhalb eines Kalendermonats den Wert von 100 000 Franken übersteigen. Spätestens nach fünf Börsentagen werden die Transaktionen auf der Webseite der Schweizer Börse SWX veröffentlicht (www.swx.com). Die Publikationspflicht soll bezwecken, dass die vermutlich besten Kenner der Unternehmen einen eventuellen Informationsvorsprung über das Unternehmen mit allen Anlegern teilen müssen, und so die Chancengleichheit unter allen Anlegern gewahrt bleibt. (dz)



## Chefs am Kaufen

Von den USA weiss man schon seit vielen Jahren, dass Leute aus der Chefetage und Verwaltungsräte den Verlauf der Aktien ihres Unternehmens besser einschätzen können als externe Beobachter. In Europa rückte das Phänomen erst vor wenigen Jahren ins Blickfeld der Investoren und ist in den einzelnen Ländern verschieden stark ausgeprägt. Die Aktivitäten der Insider können sowohl für Gesamtmarkt- als auch Einzeltiteleinschätzungen beigezogen werden. Einen raschen Überblick über Chefs, die gerade am Kaufen und Verkaufen sind, bietet www.directorstrading.net. (es)

## LESER FRAGEN

**Erich Solenthaler** beantwortet Fragen der Leser rund ums Geldanlagen.



### Wie hoch darf die Prämie von Immofonds sein?

Warum weisen Immobilienfonds eine Prämie auf, und wie hoch darf diese sein?

Fonds, die in liquide Wertpapiere investieren, kaufen oder verkaufen täglich Titel, wenn die Anleger Fonds-Anteilscheine erwerben oder zurückgeben. Das funktioniert mit Immobilienfonds natürlich nicht. Deshalb gleichen sich Angebot und Nachfrage über den Preis aus. Besteht ein grosses Interesse an einem Fonds, dann steigt eben die Prämie, die Differenz zum Inneren Wert des Immobilienfonds. Ist sie zu hoch, dann nehmen die Verkäufer Oberhand.

Eine klare Grenze, welche Prämie beim Kaufen noch akzeptierbar sein sollte, gibt es nicht. Ein langfristiger Anleger sollte

auch nicht zu stark darauf achten. Sonst scheint es mir aber vernünftig zu sein, bessere Zeiten abzuwarten, wenn der Aufschlag 20 Prozent übersteigt. Das gilt besonders jetzt, denn die Immofonds haben in den vergangenen Jahren 2 Milliarden Franken aufgenommen und die Aufnahmefähigkeit des Marktes ausgeschöpft. In einem solchen Umfeld besteht durchaus das Risiko, dass sich der Aufpreis zurückbildet. Im Bereich von 10 bis 15 Prozent besteht umgekehrt eine Einstiegschance.

Um die Prämie zu berechnen, braucht es den Marktkurs und den Inneren Wert eines Anteilscheins, den man in den Geschäftsberichten der Fonds findet.

### Was reduzieren?

Sollten Immobilienfonds besser einen Teil der Aktien- oder Obligationenfonds ersetzen?

Die Kurse der Immobilien-, Obligationen- und Aktienfonds haben sich in den vergangenen 10 Jahren ziemlich unabhängig voneinander entwickelt. Die Korrelation, mit der man das misst, ist überraschend klein. Das trifft auf die Korrelation der Immobilienfonds mit Obligationen als auch mit Aktien zu und bedeutet, dass es bezüglich Diversifikation nicht darauf ankommt, ob die Dividendenpapiere oder die Festver-

zinslingen reduziert werden, wenn man Immofonds kauft. Die tiefe Korrelation heisst aber auch, dass sich Immobilienfonds ausgezeichnet zur Diversifikation eines Portfolios eignen.

Anders sieht es aus, wenn man die Rendite zum Kriterium nimmt. Wie die Tabelle zeigt, haben Obligationenfonds kurz- und langfristig bedeutend weniger gebracht als die Immobilienfonds. Da muss man gar nicht mehr lange drum deuteln

### Den Obligationen überlegen

Fonds Stand: 31. August 2007	Performance 1 Jahr	10 Jahre
CS Real Estate Fund in terswies	77%	3,2%
CS Real Estate Fund Stal	79%	-
Fir Fonds Immobilien Romand	5,7%	7,6%
Immofonds	5,7%	4,2%
La Fondara	11,2%	8,6%
MI-FONDS IMMO	07%	4,2%
Svalbar 61	-3,3%	7,6%
Swiss can to (CH) Real Estate Fund I lca	-0,7%	3,7%
Swiss can to (CH) Immo Value	7,0%	0,2%
UBS (CH) PF - Swiss Comm. «Swissreal»	2,9%	1,8%
UBS (CH) PF - Swiss Mixed «Simax»	1,6%	3,7%
UBS (CH) PF - Swiss Real. «Antis»	-0,2%	2,2%
UBS (CH) PF - Lämten Real. «Fondpairs»	27%	4,2%
Durchschnitt aller Fonds	4,2%	4,6%
Obligationenfonds Schweiz	-12%	1,2%

TA, Credit & Analytics Financial & Research

und analysieren. Die Schlussfolgerung ist für mich klar: Immobilienfonds sollten einen Teil der Obligationen ersetzen.

### Soll ich den Axa-Aedificandi abtosses?

Meine Bank kaufte Ende März als Depotbeimischung den Immobilienfonds Axa Aedificandi, der seit Juni stark gefallen ist. Ich vermute, dass Axa auf dem Buckel der Kleinanleger den Kauf der Winterthur finanziert. Soll ich verkaufen?

In ganz Europa kamen die Immobilienfonds und -Investmentgesellschaften unter Druck. Das schlug sich auch in einem Rückgang des Branchenindex Epra nieder und ist eine Begleiterscheinung der amerikanischen Kreditkrise. Die Korrektur ist aber auch ein Hinweis auf eine gewisse Überhitzung des Immobilienmarktes in Europa, die auch der Axa-Aedificandi zu spüren bekam. Mit der Winterthur hat das nichts zu tun.

Beim Axa-Aedificandi handelt es sich um den Klassiker unter den europäischen Immobilienfonds. Er wurde 1970 gegründet und wies in den letzten 10 Jahren eine unglaubliche Performance von 330 Prozent auf. Wenn Sie Ihrem Portfoliomanager unbedingt etwas vorwerfen wollen, dann höchstens, dass er diesen Fonds nicht

schon vor langem erworben hat. Auch die jüngste Korrektur hat er besser überstanden als seine Konkurrenten. Es ist mit Abstand der beste Fonds für europäische Immobilieninvestments. Vom Fonds existieren verschiedene Varianten, die die gleiche Strategie verfolgen, aber unterschiedlich weit sind im Aufbau des Portfolios.

Allerdings investiert der Axa-Aedificandi nicht direkt in Immobilien, sondern in Immobiliengesellschaften, und auch das mit einem relativ konzentrierten Portfolio. Er übernimmt die Wellen des Aktienmarktes stärker als die uns vertrauteren Schweizer Immobilienfonds. Wie Sie eben erlebt haben, ist er definitiv kein konservatives Investment. Diesem Aspekt sollten Sie gebührend Rechnung tragen. Ich gehe auch davon aus, dass die Korrektur noch einige Zeit andauern wird.

Mir fällt an Ihrer Frage aber etwas anderes auf, nämlich eine gewisse Ungeduld und Emotionalität. Zudem erwähnten Sie, dass es sich beim Axa-Aedificandi um eine Depotbeimischung handle. Vielleicht sollten Sie die kleineren Beteiligungen im Portfolio ruhig dem Portfoliomanager überlassen. Dafür ist er ja da. Sie gewinnen dafür die Muses, sich sachlich und entspannt an die wichtigeren Fragen Ihres Portfolios zu machen.

geld@tages-anzeiger.ch