

Unternehmen

- 8 Looser optimistisch für Verkaufsplan
- 9 Forbo auf solidem Wachstumspfad
- 11 Finanzplatz Frankfurt hofft auf mehr
- 12 Unicredit ist knapp kapitalisiert

Wenn Topmanager ihre Aktien verkaufen

SCHWEIZ Verwaltungsräte und Mitglieder der Chefetage haben seit Januar Titel im Wert von 553 Mio. Fr. veräussert. Einige Transaktionen werfen Fragen auf.

EFLAMM MORDRELLE

Auch Firmenlenker sind Anleger. Denn Spitzenkräfte kotierter Gesellschaften beziehen einen bedeutenden Teil der Vergütung in Form von Aktien oder Aktienoptionen ihres Unternehmens. Diese können sie nach Ablauf festgelegter Haltefristen oder nach Erreichen gewisser Ziele verkaufen. Seit Anfang Jahr haben Schweizer Topmanager Aktien des eigenen Unternehmens im Gegenwert von 553,4 Mio. Fr. verkauft, im ganzen vergangenen Jahr für gesamthaft 1,25 Mrd. Fr. Das geht aus Daten der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange hervor (vgl. Tabelle).

«Aktienverkäufe haben starke Signalwirkung. Sie sind aber schwierig zu lesen und müssen in Kontext gestellt werden», sagt Marc Possa, CEO und Fondsmanager bei VV Vermögensverwaltung. Verkaufen die Manager, ist das nicht als direkte Handlungsanleitung für die Anleger zu verstehen. Überhaupt gibt der Kauf von Aktien in der Regel ein deutlicheres Signal als der Verkauf, sagt Urs Beck, Fondsmanager bei EFG Asset Management. Eine nähere Prüfung sei dennoch angebracht, «wenn Verkäufe gehäuft vorkommen». Denn sie offenbaren einiges über interne Entwicklungen in den jeweiligen Unternehmen.

Das Privileg der Innensicht

Spitzenkräfte verfügen über privilegierten Zugang zu Informationen und können mit ihren Entscheidungen den Aktienkurs beeinflussen. Mitglieder von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat sind deshalb verpflichtet, den Handel mit eigenen Aktien der SIX Swiss Exchange zu melden – der Transparenz willen und um Missbrauch vorzubeugen. «Manager haben andere Sichtweisen und Sachzwänge als normale Anleger», hebt Marc Possa hervor.

Zudem sind sie an fixe Verkaufsfenster und nach der Veröffentlichung von Quartalszahlen an sogenannte Cool-off- oder «Abkühl»-Perioden gebunden, in denen sie nicht handeln dürfen. Gemäss SIX-Reglement haben meldepflichtige Manager



Es reicht für mehr als einen Schoggi-Hasen: Lindt & Sprüngli-Manager haben dieses Jahr Aktien im Gegenwert von 65 Mio. Fr. verkauft.

zwei Börsentage Zeit, ihrem Unternehmen den Kauf oder Verkauf zu melden. Dieses wiederum muss die Transaktion innerhalb von drei Börsentagen der SIX Swiss Exchange melden. Zwischen Transaktion und Meldung kann also bis zu einer Arbeitswoche vergehen. Als zeitliche Kaufs- oder Verkaufshinweise taugen die Insidertransaktionen deshalb nicht.

Die bisherige Kursentwicklung kann im Zusammenhang mit Transaktionen stehen. Wenn etwa der CEO des Logistikunternehmens Interroll, Paul Zumbühl, jetzt grössere Pakete verkaufen sollte, habe das kaum Einfluss auf das langfristige Investitionsargument. Die Aktien hätten in einem Jahr über 50% zugelegt.

Wenn hingegen der CEO des Handelskonzerns DKSH, Jörg Wolle, grosse Anteile verkaufe, «ist das wohl als negatives Signal für die kurzfristigen Perspektiven der Aktien zu werten», urteilt Fondsmanager Possa. Auch die «Persönlichkeit des Managers» sei entscheidend.

Jeder Fall ein Einzelfall

Die Bewegungen bei DKSH sind in der Tat auffällig. Das Unternehmen meldete am 22. Juli, ein exekutives Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglied habe Aktien im Gegenwert von 10,8 Mio. Fr. verkauft. Weitere grosse Pakete von 9,8 Mio. Fr. und 2,03 Mio. Fr. wurden am 20. Juli,

eines im Wert von 16,2 Mio. Fr. Mitte März abgestossen. Bei den grossen Veräusserungen dürfte es sich um Titel des abtretenden CEO Jörg Wolle handeln. Gemäss Geschäftsbericht hält kein anderer aus der Exekutive ein Aktienpaket dieser Grössenordnung. Wolle hat sich damit in diesem Jahr von mindestens 60% seines Bestands von Ende 2015 getrennt, obschon er 2017 als Verwaltungsratspräsident im Unternehmen bleiben wird.

Aus seinem Umfeld ist zu hören, dass er in seiner neuen Funktion «mehr Distanz zum Unternehmen» schaffen wolle, um unabhängiger zu sein. Er wolle sich auch zurücknehmen, um seinem designierten Nachfolger als CEO, Stefan Butz,

Gemeldete Aktienverkäufe 2016 (per 12.8.)

Emittent	Gegenwert der Verkäufe (in Fr.)	50 Mio.
Lindt & Sprüngli	65 067 565	
Barry Callebaut	64 385 447	
DKSH	38 805 500	
Temenos	37 217 341	
Gategroup	28 305 498	
Molecular Partners	26 593 893	
Leclanché	19 808 393	
Aryzta	19 043 310	
Swiss Prime Site	18 500 270	
Givaudan	18 460 676	
SHL Telemedicine	15 430 590	
Ypsomed	14 235 976	
Kuoni	14 156 200	
Partners Group	11 759 638	
Straumann	9 988 949	
Novartis	9 603 049	
Vontobel	8 336 255	
Schindler	7 679 846	
Altin	6 848 129	
Burkhalter	5 575 094	
Tecan	5 557 336	
UBS	5 279 546	
Logitech	4 785 055	
Total	553 353 688	

Quelle: SIX Swiss Exchange

Raum zu lassen. Anleger können aus dem Rückzug Wolles ihre eigenen Schlüsse zu den Aussichten der Aktie ziehen.

Tradition haben die hohen Verkaufsvolumen beim Schokoladenhersteller Lindt & Sprüngli. Seit Anfang Jahr haben die Manager dort ausschliesslich Aktien verkauft – für total 65 Mio. Fr., auch dieses Jahr wieder ein Spitzenwert. Es ist wahrscheinlich, dass sich dieses Ritual nach dem Rückzug Ernst Tanners vom CEO-Amt Ende Jahr fortsetzen wird. Tanner wird sich ab 2017 auf das Verwaltungsratspräsidium konzentrieren. Solange der Erfolg des Unternehmens anhält – die Namenaktien haben in den letzten drei Jahren über 60% avanciert – dürfte sich die Kritik an der Praxis in Grenzen halten.

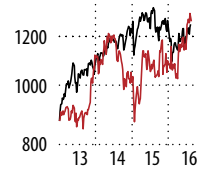
Um die Tragweite von Veräusserungen richtig einzuschätzen, müssen Anleger die Transaktionen also genau anschauen. Denn «die Gefahr einer Überinterpretation ist bei Verkaufstransaktionen grösser», warnt Fondsmanager Beck. Bei richtiger Lesart bringen die Meldungen einen Mehrwert, sind bei der Aktienbeurteilung aber nur ein Datenpunkt unter vielen.

Eigentümerwechsel, Andienung, Spekulation

SCHWEIZ Insiderverkäufe sind nicht selbsterklärend, verraten aber einiges über Eigentümerstruktur der Unternehmen und Motivation der Führungskräfte.

Barry Callebaut N
Kurs: 1260 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.



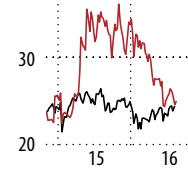
Quelle: Thomson Reuters / FuW

Auffällige Verkaufsaktivitäten hängen oft mit ausserordentlichen Ereignissen zusammen, so beim Kakaoverarbeiter **Barry Callebaut**. In der Schokoladenbranche sind Aktienverkäufe offenbar besonders angesagt.

Wie bei Lindt & Sprüngli haben auch bei Barry Callebaut die Manager im grossen Stil Titel verkauft. Besonders zwei Verkaufstransaktionen ragen heraus, eine im Mai über 11,4 Mio. Fr. und eine Anfang Februar über 49,1 Mio. Fr. Letztere wurde von einem nichtexekutiven Verwaltungsratsmitglied gemeldet. Angesichts der grossen Anzahl verkaufter Aktien (45'000) dürfte es sich um ein Paket von Nicolas Jacobs, Mitglied der Eigentümerfamilie, handeln. Er hat damit seinen Anteil an den frei handelbaren Titeln des Unternehmens um fast 30% reduziert. An den Machtverhältnissen bei Barry Callebaut ändert dies indes nicht viel. Die Jacobs Holding besitzt mit 50,1% der Aktien immer noch die absolute Stimmmehrheit. Auch beim Schlierer Biotech-Unternehmen **Molecular Partners** springt rege

Molecular Part. N
Kurs: 24,90 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

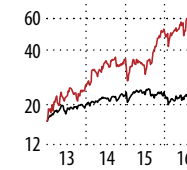
Verkaufsaktivität ins Auge. Die Führungsmannschaft des 90-Kopf-Betriebs

in der Schokoladenbranche sind Aktienverkäufe offenbar besonders angesagt. In der Schokoladenbranche sind Aktienverkäufe offenbar besonders angesagt. In der Schokoladenbranche sind Aktienverkäufe offenbar besonders angesagt.

Bei Lindt & Sprüngli haben auch bei Barry Callebaut die Manager im grossen Stil Titel verkauft. Besonders zwei Verkaufstransaktionen ragen heraus, eine im Mai über 11,4 Mio. Fr. und eine Anfang Februar über 49,1 Mio. Fr. Letztere wurde von einem nichtexekutiven Verwaltungsratsmitglied gemeldet. Angesichts der grossen Anzahl verkaufter Aktien (45'000) dürfte es sich um ein Paket von Nicolas Jacobs, Mitglied der Eigentümerfamilie, handeln. Er hat damit seinen Anteil an den frei handelbaren Titeln des Unternehmens um fast 30% reduziert. An den Machtverhältnissen bei Barry Callebaut ändert dies indes nicht viel. Die Jacobs Holding besitzt mit 50,1% der Aktien immer noch die absolute Stimmmehrheit. Auch beim Schlierer Biotech-Unternehmen **Molecular Partners** springt rege

Temenos N
Kurs: 58,75 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Marktkontext: Die Aktien haben sich im letzten Jahr um fast 70% verteuert, Gewinnmitnahmen in grösserem Stil würden deshalb wenig überraschen. Trotz Kursfeuerwerk und entsprechenden Folgen für die Bewertung gelten die Wachstumsaussichten des Softwarespezialisten als intakt. Für 2016 wird die Exekutive wieder einen Grossteil der Vergütung (über 60%) in Aktien erhalten.

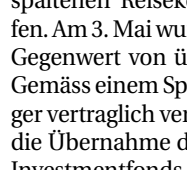
Beim Airline-Caterer **Gategroup** sind ebenfalls auffällig hohe Volumen zu verzeichnen. So wurden am 21. Juli in neun Transaktionen Aktien im Gegenwert von über 28 Mio. Fr. veräussert. Diese Verkäufe stehen in Zusammenhang mit der Übernahme durch die chinesische HNA Group. Die Gategroup-Manager haben ihre Aktien angedient und mussten dies entspre-

chend melden. HNA will die Gategroup-Aktien letztlich dekotieren lassen. Eine vergleichbare Situation ist beim aufgespaltenen Reisekonzern **Kuoni** anzutreffen. Am 3. Mai wurden elf Aktienpakete im Gegenwert von über 14 Mio. Fr. verkauft. Gemäss einem Sprecher waren alle Manager vertraglich verpflichtet, ihre Aktien für die Übernahme durch den schwedischen Investmentfonds EQT anzudienen. EQT will den verbleibenden Teil von Kuoni von der Börse nehmen.

Beim israelischen Medizintechnik-Unternehmen **SHL Telemedicine** erregt die Veräusserung von zwei Aktienpaketen Anfang August über 6,5 und 8,9 Mio. Fr. besondere Aufmerksamkeit. Für die Grösse des Unternehmens (Börsenwert rund 75 Mio. Fr.) sind das aussergewöhnlich grosse Volumen. Hinter den Kulissen sind denn auch bedeutende Umwälzungen in der Eigentümerstruktur im Gang. Eine Investorengruppe um Verwaltungsrat Eli Alroy hat ihre 30%-Beteiligung an die chinesische Medtech-Investorin Cai Mengke abgetreten. Nach der

Gategroup N
Kurs: 49,95 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Beim israelischen Medizintechnik-Unternehmen **SHL Telemedicine** erregt die Veräusserung von zwei Aktienpaketen Anfang August über 6,5 und 8,9 Mio. Fr. besondere Aufmerksamkeit. Für die Grösse des Unternehmens (Börsenwert rund 75 Mio. Fr.) sind das aussergewöhnlich grosse Volumen. Hinter den Kulissen sind denn auch bedeutende Umwälzungen in der Eigentümerstruktur im Gang. Eine Investorengruppe um Verwaltungsrat Eli Alroy hat ihre 30%-Beteiligung an die chinesische Medtech-Investorin Cai Mengke abgetreten. Nach der

SHL Telemedicine
Kurs: 7,15 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.

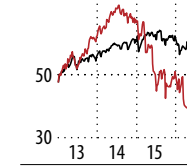


Quelle: Thomson Reuters / FuW

gescheiterten Übernahme durch Shanghai Jiuchuan Ende 2015 ist das für SHL womöglich ein neuer Versuch in China Fuss zu fassen bzw. das Unternehmen dorthin zu verkaufen. Die der SIX Swiss Exchange gemeldeten Bewegungen entgehen meist dem Radar der Öffentlichkeit. Die publizitäts-trächtigen Transaktionen von Owen Kilian, CEO des Backwarenherstellers **Aryzta**, bilden hier eine Ausnahme. Mitte März meldete das Unternehmen den Verkauf eines 17,8 Mio. Fr.-Pakets. Notabene, nachdem die Aktie innert weniger Handelstage um fast 30% abgestürzt war. Warum nach einem Kurssturz verkaufen? Es wird vermutet, CEO Killian habe seine Aktien für einen Kredit verpfändet und nach dem Kurssturz Aktien zur Nachdeckung verkaufen müssen. Solche spekulativen Finanzmanöver durch den obersten Unternehmenslenker sind für Anleger hinsichtlich eines Engagements beim akquisitionsfreudigen Backwarenkonzern wenig vertrauensbildend.

Aryzta N
Kurs: 37,54 Fr.

SPI-Gesamtindex angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

gescheiterten Übernahme durch Shanghai Jiuchuan Ende 2015 ist das für SHL womöglich ein neuer Versuch in China Fuss zu fassen bzw. das Unternehmen dorthin zu verkaufen. Die der SIX Swiss Exchange gemeldeten Bewegungen entgehen meist dem Radar der Öffentlichkeit. Die publizitäts-trächtigen Transaktionen von Owen Kilian, CEO des Backwarenherstellers **Aryzta**, bilden hier eine Ausnahme. Mitte März meldete das Unternehmen den Verkauf eines 17,8 Mio. Fr.-Pakets. Notabene, nachdem die Aktie innert weniger Handelstage um fast 30% abgestürzt war. Warum nach einem Kurssturz verkaufen? Es wird vermutet, CEO Killian habe seine Aktien für einen Kredit verpfändet und nach dem Kurssturz Aktien zur Nachdeckung verkaufen müssen. Solche spekulativen Finanzmanöver durch den obersten Unternehmenslenker sind für Anleger hinsichtlich eines Engagements beim akquisitionsfreudigen Backwarenkonzern wenig vertrauensbildend.