

**Adecco sagt «bye-bye»**

Rückzug von der New Yorker Börse

**feb.** Das weltgrösste Zeitarbeit-Unternehmen, Adecco, plant aufgrund hoher Kosten und geringer Handelsvolumina den Rückzug von der New Yorker Börse. Die Dekotierung der American Depositary Shares (ADS) des Waadtländer Konzerns in den USA soll am 4. Juni abgeschlossen sein. Adecco-Aktien werden dann noch an der Schweizer Börse SWX sowie an der Euronext in Paris gehandelt. Wie ein Adecco-Sprecher sagte, betrug der im Jahr 2000 begonnene Handel mit Adecco-Titeln in New York im Jahr 2006 nur 1,2% des gesamten weltweiten Handelsvolumens. Der Nutzen der Kotierung an der New Yorker Börse sei Jahr für Jahr geschrumpft. Dies zeige sich auch deutlich am Beispiel der US-Investoren. Obwohl deren Anteile an Unternehmen im vergangenen Jahr von 8% auf 25% gestiegen seien, sei das Handelsvolumen in den USA gesunken. Die meisten amerikanischen Investoren hätten reguläre Adecco-Aktien in Europa erworben. Dies zeige, dass lokale Präsenz im Zeitalter der Globalisierung weniger wichtig sei, sagte der Sprecher. Adecco will durch die Konzentration des Handels an der Euronext und der zur SWX gehörenden Virt-x in Zukunft Kosten sparen.

Die Zeiten, in denen eine Zweitkotierung an einer US-Börse in erster Linie als Gütesiegel galt, scheinen vorbei. Laut Marktbeobachtern haben auch die strengen Vorgaben und Berichtspflichten der Sarbanes-Oxley Act (SOX) dazu geführt, dass ausländische Emittenten immer stärker vor einer Zweitkotierung in den USA zurückschrecken. Mit SOX habe die Dekotierung aber nichts zu tun, sagte der Adecco-Sprecher. Der Rückzug werde vielmehr ermöglicht durch eine neue Regelung der Securities and Exchange Commission (SEC), die bis Ende Mai in Kraft treten soll. Die SEC erlaubt künftig ausländischen Firmen die Dekotierung ihrer Aktien, wenn das Handelsvolumen in den USA bei weniger als 5% des Gesamtvolumens liegt. Mit der Regelung kommt die SEC Forderungen aus dem Ausland entgegen. Bisher mussten ausländische Gesellschaften für ein «Delisting» nachweisen, dass die Anzahl der am Unternehmen beteiligten US-Investoren unter einer Mindestgrenze liegt.

**Tiefere Ratings für Banken**

**cae.** Die Rating-Agentur Moody's hat die Kredit-Ratings von 44 Banken zurückgestuft, darunter auch Einheiten von ABN Amro, ING und Fortis. In der vergangenen Woche hatte das Institut die Überprüfung von insgesamt 46 Instituten angekündigt und sich somit dem Druck des Markts gebeugt (vgl. NZZ vom 10. 4. 07). Gerade einmal sechs Wochen zuvor hatte die Agentur nämlich aufgrund eines neuen Bewertungsmodells 150 Banken höher eingestuft. Wegen des neuen Modells wurden Finanzinstitute höher eingestuft, von denen angenommen werden kann, dass sie in Krisenfällen von ihren Regierungen finanzielle Unterstützung bekommen. So kam es zum Extremfall der drei grössten isländischen Banken, die alle die Bestnote «Aaa» bekamen und somit dieselbe Bonität wie etwa US-Staatsanleihen auswiesen. Die Kritik am Vorgehen von Moody's war heftig. In einer Umfrage der Investmentbank Merrill Lynch gaben 85% der Befragten an, die höhere Einstufung der Banken habe die Glaubwürdigkeit der Rating-Agentur stark ramponiert. Vertreter der Rating-Agentur sagten, einige der vorherigen Herabstufungen seien bei genauerer Betrachtung mit der neuen Methodologie doch nicht vereinbar gewesen.

«Reflexe» auf Seite 28

**Devisen**

**Dollar legt zum Franken zu**

(Reuters) Der Dollar hat am Mittwoch zum Schweizerfranken angezogen, während der Euro wenig verändert auf Vortagesniveau tendierte. An den Märkten herrschte eine abwartende Haltung, die lediglich vom Wirtschaftsbericht des Internationalen Währungsfonds (IMF) unterbrochen wurde. Dort hiess es, es bestehe kein dringender Handlungsbedarf im Hinblick auf Carry-Trades, bei denen sich Investoren in niedrig verzinsten Yen verschulden, um die Mittel in höher rentierenden Währungen anzulegen. Der Dollar notierte zum europäischen Handelsschluss auf Fr. 1.2182 (Vorabend: Fr. 1.2154). Der Euro zog leicht auf Fr. 1.6373 (Fr. 1.6338/42) an.

Weitere Marktberichte Seite 30 und 31

**INHALT**

Marktübersicht/Devisen	30
Aktien Schweiz	31
Aktien Europa/Eurex	32
Aktien Amerika	33
Aktien Asien und Rohwaren	34
Optionsscheine	35
Obligationen/Zinsen	36

**Tagesgespräch an der Börse**

**Aufgewärmte Gerüchte stützen TUI-Aktie**

Einstieg von Herz-Familie kolportiert – und dementiert

**cei. Frankfurt, 11. April**  
Am Dienstag haben die beiden Tchibo-Erben Daniela und Günter Herz ihre Beteiligung an Puma verkauft. Am Mittwoch machten nun bereits Gerüchte die Runde, die Beteiligungsfirma Mayfair, die das Geld der beiden Herz-Geschwister verwaltet, plane den Einstieg beim Tourismus- und Reederei-Konzern TUI. Die TUI-Aktie kletterte vorübergehend um über 6%. Die «Herz-Karte» wurde an der Börse in der Vergangenheit schon verschiedentlich gespielt. Doch auch an der jüngsten Spekulation scheint wenig dran zu sein. Gegenüber dem «Hamburger Abendblatt» soll eine Mayfair-Sprecherin ein Interesse dementiert haben. Die Aktie gab im Anschluss an diese Meldung nach, beendete den



elektronischen Handel aber immer noch um 4,6% höher als am Vortag. Aktien im Wert von 250 Mio. € wechselten am Mittwoch die Hand. Das ist dreimal so viel wie im Tagesschnitt der vergangenen vier Wochen.

Für das Puma-Paket erhält Mayfair vom französischen Handels- und Luxusgüterkonzern PPR 1,4 Mrd. €. Die Geschwister Herz haben mit ihrem Puma-Engagement eine gute Nase bewiesen, können sie doch einen Gewinn von 600 Mio. € einheimsen. Gegenüber der Online-Ausgabe des «Manager-Magazins» vom Dienstag hatte Mayfair-Chef Rainer Kutzner erklärt, die Zielgrösse für eine neue Investition liege bei 500 Mio. €. Dabei suche Mayfair schwerpunktmässig nach starken Marken in der Konsumgüterbranche. Ob Reiseunternehmen in Frage kämen, wollte Kutzner zwar nicht kommentieren. Er gab aber zu Protokoll, dass Mayfair derzeit in diesem Bereich kein konkretes Projekt habe.

**Mit «Timing» starke Kursverluste vermeiden**

Mehrendite durch zeitigen Wechsel zwischen Aktien und Festgeld

Von Thomas Kamps\*

*Das richtige Timing für Aktienanlagen gehört an der Börse zu den schwierigsten Unterfangen überhaupt. Der Autor des folgenden Beitrags stellt eine Timing-Strategie und ihre wichtigsten Parameter für den Wechsel zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren vor. (Red.)*

Seit Frühjahr 2003 befindet sich der Schweizer Aktienmarkt im Aufwind. Eine scharfe Kurskorrektur gab es im Mai vergangenen und Ende Februar dieses Jahres. Diese Rückschläge waren zwar nur von kurzer Dauer, haben aber gezeigt, wie wichtig eine Absicherung an der Börse ist. Dafür bietet sich eine Timing-Strategie an. Durch Timing wird versucht, dann investiert zu sein, wenn die Kurse steigen, und Perioden negativer Renditen zu umgehen. Meist wechseln die Investoren zwischen Aktien und einer festverzinslichen Anlage. Im Gegensatz dazu steht die Strategie «kaufen und halten», bei der die Anleger Aktien kaufen und sie entsprechend ihrem Anlagehorizont behalten, sogar bei Einbrüchen.

**Mehrendite in fallenden Märkten**

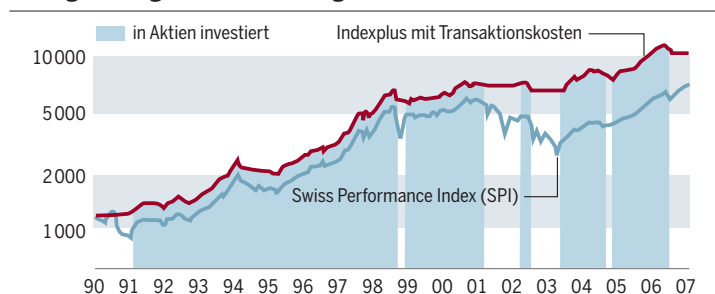
Das Grundprinzip der Timing-Strategie ist, Gewinne lauzenzulassen und Verluste zu begrenzen. Die Limiten zum Ausstieg können durch ein Timing-Modell täglich gesetzt werden. Ein Zurückfallen des Marktes unter das gesetzte Limit erzwingt eine Umschichtung ins Festgeld und damit eine Begrenzung des Verlustes. Gegenwärtig ist ein sehr knappes Ausstiegs-Limit von nur etwa 5% unter dem letzten Höchstkurs plausibel.

Ins Timing-Modell fliessen Wirtschaftsdaten der Konjunkturforschungsstelle der ETH und die Zinssätze der zehnjährigen Eidgenossen sowie des Drei-Monate-Libors in Franken ein. Gegenwärtig bewertet das von indexplus verwendete Modell den Konjunkturzyklus als weit fortgeschritten und setzt daher ein sehr knappes Limit. Im Fall einer von Rezession auf Aufschwung drehenden Konjunktur und sinkenden Zinsen räumt das Modell der Absicherung mehr Spielraum ein; das Ausstiegs-Limit würde in diesem Fall rund 12% unter dem letzten Höchstkurs liegen.

Bei fallenden Kursen kann die Timing-Strategie eine Mehrendite gegenüber dem Aktienindex erzielen: Solange der Markt fällt, bleibt die Anlage vollständig im Festgeld. Der Einstieg erfolgt erst wieder, wenn ein Aufwärtstrend entsteht. Dieser wird anhand eines längerfristigen gewichteten Durchschnitts, dem Weighted Moving Average (WMA), festgestellt. Liegt der Index um einen bestimmten Prozentsatz über dem WMA, kann man von einem Aufwärtstrend ausgehen und wieder vollständig in Aktien investieren. Die Ein- und Ausstiegs-Limiten ergeben sich aus der Modell-Optimierung; Dabei werden anhand von Vergangenheits-Daten automatisch

\* Thomas Kamps ist Gründer und Partner des Unternehmens indexplus in Zürich.

**Timing-Strategie und SPI im Vergleich**



**Timing-Strategie**

Timing-Steuerung	Kombination aus ökonomischen Parametern, Trendfolge und Notabsicherungslimiten
Investitionsgrad (gemittelt)	zirka 65% in Aktien zirka 35% Festgeld
Umschichtungshäufigkeit	1,2x pro Jahr (gemittelt; Kauf oder Verkauf) Maximum: 3x pro Jahr Minimum: keinmal pro Jahr
Investitionsentscheid	börsentäglich am Tagesende

**Realisierung**

Instrumente	SPI passiv repliziert, Festgeld in Fr., täglich kündbar
Laufende Kosten	je nach Volumen 0,75 bis 0,95% pro Jahr zuzüglich Transaktionskosten

Quelle: Indexplus

zahlreiche Limiten getestet, wodurch die beste Einstellung gefunden werden soll. Die Grafik zeigt das Verhalten der entsprechenden Strategie.

**Kein Kapitalschutz bei Kursschocks**

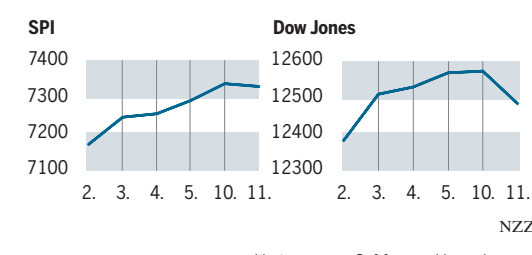
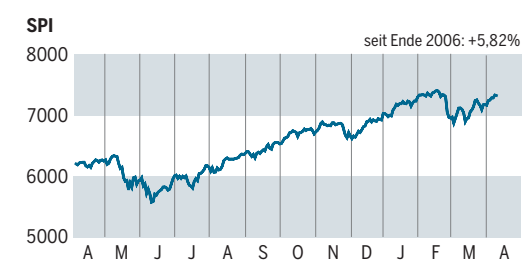
Da die Timing-Strategie auf derivative Instrumente wie Put-Optionen verzichtet, kann sie zwar eine Absicherung bieten, aber keinen 100%-igen Kapitalschutz. Bei schockartigen Ereignissen, die an der Börse einen sofortigen Kursrückgang auslösen, würde erst am nachfolgenden Tag verkauft. Die grössten Tagesverluste der letzten 16 Jahre zeigen aber, dass die Kosten der Put-Optionen langfristig nicht aufgewogen würden. Die grössten spontanen Kursrückgänge in dieser Zeit waren der «Gorbatschew-Putsch» am 19. August 1991 (-7,4%) und der 11. September 2001 (-6,7%). Bei letzterem Ereignis war die Anlage bereits zuvor im Festgeld. Auf der anderen Seite profitiert der Anleger vollständig von der Aufwärtsbewegung; er büsst keine Rendite ein.

Die Zeitpunkte der Umschichtung sind entscheidend. Das von uns verwendete Vorgehen ist längerfristig angelegt. Kurzfristige Trends, die sich innerhalb einer Woche, eines Tages oder in noch kürzerer Zeit bilden, spielen eine geringe Rolle. Wichtige Parameter für die Timing-Strategie bilden ökonomische Faktoren wie Zinsen und Wirtschaftswachstum. Die Zinsen haben einen sehr direkten Einfluss auf die Börse. Steigen sie stark, wird mittelfristig jeder Börsenboom beendet. Natürlich ist der Zusammenhang zwischen Wirtschaft und Börse nicht unmittelbar. Kurz- und mittelfristig ist die Börsenentwicklung sehr stark von den Emotionen der Marktteilnehmer geprägt. Diese zu prognostizieren, ist kaum möglich. Unbekannte Erwartungen und aktuelle politische Ereignisse spielen hier sehr stark hinein. Die Verweildauer der Anlage in Aktien beträgt Monate, in einigen Fällen auch Jahre. Transaktionskosten fallen so weniger ins Gewicht. Die Tabelle zeigt die wichtigsten Eigenschaften der gegenwärtigen Timing-Strategie.

**Niedrigere Kosten als bei Aktienfonds**

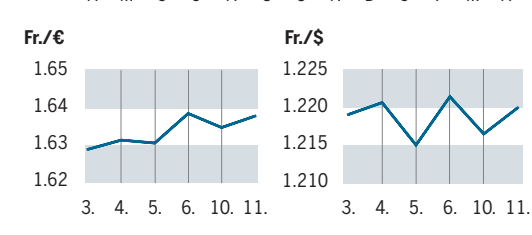
Um einen wirklichen Kundennutzen zu erzielen, ist eine preiswerte Umsetzung des Wechsels zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren notwendig. Dazu gehören einerseits geringe Transaktionskosten, aber auch eine geeignete Aktieninvestition. Für die Aktienanlagen wird eine passive Teilreplikation des Swiss-Performance-Indexes (SPI) gewählt. Dieser ist breit gefasst und deckt den gesamten Schweizer Aktienmarkt ab. Die Umsetzung der Strategie erfolgt zu günstigen Konditionen bei der Raiffeisenbank Zürich. Die Gesamtkosten der betreffenden Timing-Strategie liegen unter denen eines aktiven gemanagten Aktienfonds.

**Aktienmärkte**



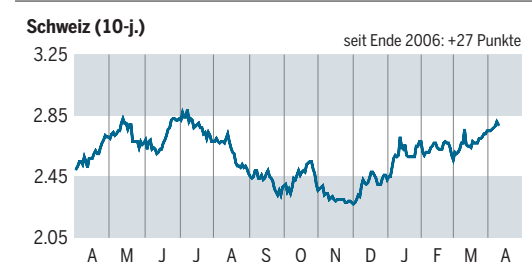
	Vortag	Schluss	Veränderung
<b>Schweiz</b>			
SMI	9150.65	<b>9136.09</b>	-0.16%
SPI	7339.80	<b>7332.14</b>	-0.10%
<b>Vereinigte Staaten</b>			
Dow Jones	12573.85	<b>12484.62</b>	-0.71%
S&P 500	1448.39	<b>1438.87</b>	-0.66%
Nasdaq	2477.61	<b>2459.31</b>	-0.74%
<b>Europa</b>			
Stoxx 50	3786.35	<b>3787.15</b>	0.02%
Euro-Stoxx 50	4301.47	<b>4293.20</b>	-0.19%
Stoxx Gesamt	382.51	<b>382.19</b>	-0.08%
<b>Grossbritannien</b>			
FTSE 100	6417.80	<b>6413.30</b>	-0.07%
<b>Deutschland</b>			
DAX Xetra	7166.67	<b>7152.83</b>	-0.19%
<b>Frankreich</b>			
CAC 40	5766.27	<b>5751.92</b>	-0.25%
<b>Japan</b>			
Nikkei 225	17664.69	<b>17670.07</b>	0.03%

**Devisenmärkte**



Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
<b>Euro</b>			
in Franken	1.6348	<b>1.6379</b>	0.31 Rp.
in Dollar	1.3440	<b>1.3428</b>	-0.12 Cent
in Yen	160.01	<b>160.31</b>	0.30 Yen
<b>Dollar</b>			
in Franken	1.2166	<b>1.2201</b>	0.35 Rp.
in Yen	119.05	<b>119.42</b>	0.37 Yen
<b>Pfund</b>			
in Franken	2.3996	<b>2.4127</b>	1.31 Rp.
<b>Yen (100)</b>			
in Franken	1.0218	<b>1.0216</b>	-0.02 Rp.
<b>Franken (100)</b>			
in Euro	61.1710	<b>61.0268</b>	-14.42 Cent
in Dollar	82.2200	<b>81.9773</b>	-24.27 Cent

**Geld- und Kapitalmärkte**



	Jahresende 2006	Vortag	Schluss
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>			
Franken-Libor	2.10%	2.31%	<b>2.31%</b>
Euribor	3.73%	3.96%	<b>3.96%</b>
Dollar-Libor	5.36%	5.36%	<b>5.36%</b>
Yen-Libor	0.57%	0.66%	<b>0.66%</b>
<b>Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)</b>			
Schweiz (10-j.)	2.52%	2.81%	<b>2.79%</b>
Deutschland (10-j.)	3.91%	4.12%	<b>4.13%</b>
England (10-j.)	4.78%	5.08%	<b>5.07%</b>
USA (10-j.)	4.77%	4.79%	<b>4.80%</b>
Japan (10-j.)	1.62%	1.72%	<b>1.72%</b>