

# «Es sind exorbitant hohe Werte versteckt»

**MARKUS RÜEGSEGGER** Der Quantex-Fondsmanager über seine Methoden und Tricks bei der Suche nach Substanzwerten im ausserbörslichen Aktienhandel in der Schweiz

Wahre Substanzperlen finden sich im ausserbörslichen Handel. Markus Rüegegger ist ihnen auf der Spur. Der Ex-UBS-Banker ist seit 2007 für den Fonds- und Vermögensverwalter Quantex tätig. Dort verwaltet der 46-Jährige den Quantex-Nebenwerte-Fonds seit der Lancierung im September 2008: Die damals zu 100 Fr. emittierten Anteile sind heute 142 Fr. wert. Das macht den Fonds zu einem der besten Schweizer Nebenwerteheliker und beweist, wie erfolgreich man mit Anlagen im ausserbörslichen Markt sein kann: Der Quantex-Nebenwerte-Fonds darf bis 20% in nichtkотиerte Schweizer Aktien investieren; zu seinen Positionen gehören die unten porträtierten Unternehmen (vgl. Kasten).

**Was macht für Sie gerade ausserbörslich gehandelte Aktien interessant?**  
Der Reiz besteht darin, dass ich für die ausserbörslich gehandelten Schweizer Aktien langfristig ein überdurchschnittliches Kurspotenzial sehe. Ein Blick zurück bestärkt mich. Die vergangene Dekade gilt ja als ein verlorenes Börsenjahrzehnt. Für den ausserbörslichen Handel in der Schweiz stimmt das nicht. Sektoren wie Energie, Industrie und Medien haben eine absolute Überperformance gezeigt, seit die Berner Kantonalbank 2004 die entsprechenden Indizes aufgelegt hat.

**Der von Ihnen betreute Quantex-Nebenwerte-Fonds darf maximal ein Fünftel in nichtkотиerte Aktien investieren. Weshalb ist der Rahmen dafür nicht grösser?**  
Wir würden gerne mehr in ausserbörslich gehandelte Aktien investieren. Um das ohne Limit tun zu dürfen, müssten wir unseren Fonds aber in die Kategorie «üb-

**Unter den ausserbörslich gehandelten Titeln lassen sich viele Substanzwerte finden.**

rige Fonds für alternative Anlagen» umwandeln. Der ausserbörsliche Handel ist halt schon ein sehr spezielles Segment.

**Was macht ihn so speziell?**  
Ein Hauptgrund dafür ist, dass sich unter den Ausserbörslichen viele Substanzwerte finden. Die Unternehmen in diesem Segment weisen häufig hohe stille Reserven auf. Teils sind in ihrer Bilanz exorbitant hohe Werte versteckt.

**An der Börse werden solche Versteckspiele nicht goutiert. Da sollen detaillierte Rechnungslegungsvorschriften verhindern, dass stille Reserven gebildet werden.**  
Das ist im ausserbörslichen Aktienhandel anders. Da müssen die Unternehmen ihre Rechnung nur nach den rudimentären

Vorschriften des schweizerischen Obligationenrechts ablegen. Wer das tut, hat viel mehr Möglichkeiten, um Aktiven abzuschreiben oder Rückstellungen zu bilden und so Gewinne aus der Welt zu schaffen. Eine Bilanzierung nach dem Obligationenrecht öffnet Tür und Tor für die Bildung stiller Reserven.

**Gibt es einen Weg, um versteckte Reserven zu entdecken?**  
Es gibt viele Ansatzpunkte dazu. Aber es braucht dafür einige Erfahrung. Nehmen

Sie den Geschäftsbericht von Roche mit seinen gut 350 Seiten. Da gibt es so viele Informationen, dass man am Schluss nicht mehr weiss, wo einem der Kopf steht. Der Jahresbericht der Brauerei Schützengarten umfasst nur zwölf Seiten. Dafür muss der Anleger hier die Kunst beherrschen, zwischen den Zeilen zu lesen.

**Und was ergibt das Lesen zwischen den Zeilen in diesem Fall?**  
Es zeigt, dass die Grundstücke und Bauten der Brauerei Schützengarten mit knapp 15 Mio. Fr. in der Bilanz stehen. Der Versicherungswert der Immobilien wird aber mit über 201 Mio. Fr. angegeben. Da kann etwas nicht stimmen. Wenn die Immobilien effektiv nur 15 Mio. Fr. wert sind, macht es keinen Sinn, sie für das Dreizehnfache zu versichern. Da wird Substanz versteckt.

**Ein Kriterium ist mithin die Gegenüberstellung von Bilanzwert und Versicherungswert. Wie kommen Sie sonst noch den Substanzwerten auf die Schliche?**  
Ein weiteres Beispiel: Die AG für Erstellung billiger Wohnhäuser besitzt in Winterthur 816 Wohnungen, die zu 100% vermietet sind. Der Leerstand ist null. Pro Wohnung kann man angesichts einer durchschnittlichen Zimmerzahl von 3,6 ohne weiteres einen Wert von 500000 Fr. veranschlagen. Das ergibt einen gesamten Liegenschaftswert von rund 400 Mio. Fr., wovon abzüglich der Schulden 340 Mio. Fr. verbleiben. Dem steht ein Marktwert des Unternehmens, auf Basis des Briefkurses, von fast 120 Mio. Fr. gegenüber. Das heisst, die Aktien weisen selbst zum hohen Briefkurs einen Abschlag zu ihrem inneren Wert von rund 65% auf. An der Börse werden Immobilienaktien zurzeit dagegen mit mehr oder weniger hohen Aufschlägen gehandelt.

**Haben Sie weitere Tricks, um stille Reserven aufzudecken?**  
Auch ein Blick auf die Wertschriften und Finanzanlagen kann einiges zutage fördern. Eine Gesellschaft hatte zum Beispiel den Posten Finanzanlagen mit 3 Mio. Fr. ausgewiesen. Der Finanzanlageertrag betrug 1 Mio. Fr. Es kann doch nicht sein, dass da jährlich eine Rendite von 33% erzielt wurde, zumal der Posten Finanzanlagen nur aus Anleihen der Eidgenossenschaft und anderen Schweizer Bonds mit einem Toprating bestand. Auf solchen Umwegen findet man heraus, dass ein Bilanzposten viel zu tief angesetzt ist.

**Der Marktwert von Unternehmen wie der Brauerei Schützengarten ist also viel zu weit weg vom Substanzwert. Wann profitiert der Anleger davon, wann schliesst sich diese Lücke und steigt der Kurs?**  
Das ist schwierig zu sagen. Meist ist es aber eine Frage der Zeit, bis sich die Lücke schliesst. Ein Auslöser kann die Umstellung der Rechnungslegung sein. Die Wasserwerke Zug haben mit dem Ge-

schäftsbericht 2007 die Rechnungslegung vom Obligationenrecht auf Swiss GAAP FER umgestellt und die Zahlen fürs Vorjahr angepasst. Das Eigenkapital für 2006 wurde unter dem neuen Standard viermal

**Substanz allein reicht nicht, ein Unternehmen muss auf der Ertragsseite eine gewisse Konstanz zeigen.**

höher ausgewiesen als zuvor. Die Eigenkapitalquote betrug nun 85 statt 40%. Bei Unternehmen mit hohen stillen Reserven steigt in der Regel auch die Ausschüttung kontinuierlich. Die Brauerei Schützengarten hat in den letzten sechzehn Jahren die Dividende jedes Mal erhöht. Die höheren Dividenden sorgen dann auch dafür, dass sich der Kurs nach oben bewegt.

**Die Gewinnzahlen eines Unternehmens interessieren Sie weit weniger als die Bilanzzahlen?**  
Ja, ich bin ein Bilanzfreak. Die meisten Analysten fokussieren sich auf Discounted-Free-Cashflow-Modelle, diese sind mir mit zu grossen Unsicherheiten behaftet. Der erste Filter für mich bleiben die Bilanzkennzahlen. Substanz allein reicht mir aber nicht. Das Unternehmen muss auf der Ertragsseite, in der Gewinnentwicklung, eine gewisse Konstanz zeigen.

**Wer in ausserbörslich gehandelte Aktien investiert, darf nicht auf kurzfristige Gewinne hoffen. Pflegen die Investoren in diesem Segment auch darum einen langfristigen Anlagehorizont, weil sie aus der Not eine Tugend machen müssen?**  
Es stimmt, zum Spekulieren eignen sich ausserbörslich gehandelte Aktien nicht. In diesem Segment brauchen die Anleger einen langen Schnauf. Sie können dafür gut schlafen, denn mit Substanzwerten ist man nach unten gut abgesichert. Langfristig heisst übrigens nicht ein halbes Jahr, sondern fünf, besser zehn bis zwanzig Jahre. Wer an einem Tag eine nichtkотиerte Aktie kauft, sollte sich auch davor hüten, am nächsten Tag den Depotauszug anzuschauen. Denn mit grosser Sicherheit wird der Wert der Position tiefer ausgewiesen...

**...wegen des Spreads zwischen Geld- und Briefkurs.**  
Genau, der Anleger kauft eine Aktie normalerweise zum höheren Briefkurs, im Depot steht sie aber mit dem tieferen Geldkurs. Der Spread ist bei den Ausserbörslichen naturgemäss viel höher als bei kotierten Aktien. Ein extremes Beispiel zeigt sich aktuell in den Aktien der AG für die Erstellung billiger Wohnhäuser. Da liegt der Geldkurs bei 41900 Fr. und der Briefkurs auf 99000 Fr. Im ausserbörslichen Handel ist es darum wichtig, für Käufe und Verkäufe Limiten zu setzen.

INTERVIEW: ANDREAS KÄLIN



Markus Rüegegger würde noch mehr in ausserbörslich gehandelte Titel anlegen.

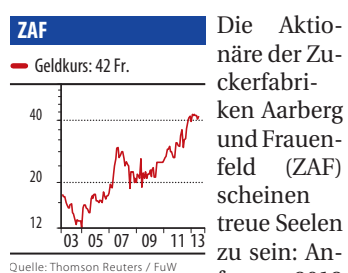
## Ausserbörsliche schlagen Blue Chips

Die Titel von Weiss+Appetito, Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld, Brauerei Schützengarten und Co sind langweilig? Gemessen am OTC-X All Share Index der Berner Kantonalbank sind die ausserbörslich gehandelten Schweizer Aktien langfristig

besser gelaufen als die im SMI enthaltenen Blue Chips. Langweiliger sind die Ausserbörslichen nur, weil sie geringere Kurschwankungen aufweisen als kotierte Titel. Dieser Umstand kann aber auch bedeuten: Vorteil für die Ausserbörslichen. **AK**



## ZAF



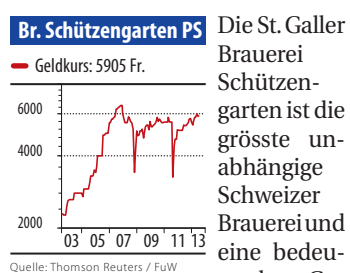
Die Aktionäre der Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld (ZAF) scheinen treue Seelen zu sein: Anfang 2012 wurde gemutmasst, der deutsche Südzucker-Konzern könnte das Schweizer Unternehmen kaufen. Dessen Führung meinte aber, ihres Wissens wolle die grosse Mehrheit der Aktionäre, dass die ZAF unabhängig bleibe. Ein bedeutender Teil der Aktien ist in den Händen der Rübenpflanzer. Ein Investor wie Markus Rüegegger schätzt vor allem die «Geschenke», die ZAF versteckt hat: Inklusiv der gross-teils leicht zu liquidierenden Finanzanlagen beziffert er die Nettoliquidität der ZAF auf 77,6 Mio. Fr. Sie übersteigt damit den Marktwert des Zuckerproduzen-

ten von 72 Mio. Fr. Ein zweites Geschenk besteht in den exorbitanten stillen Reserven: Einen Hinweis darauf bieten die Rückstellungen, die mit 118 Mio. Fr. höher als das ausgewiesene Eigenkapital von 95 Mio. Fr. sind. Würden sie hälftig zum Eigenkapital gezählt, ergäbe sich für die Aktie ein günstiges Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,5.

Es wäre noch viel günstiger, entspräche die Bewertung der Vermögen den tatsächlichen Verhältnissen: Der Brandversicherungswert von Sachanlagen, Mobilien und Immobilien beträgt über 820 Mio. Fr. In der Bilanz stehen sie mit nur 84 Mio. Fr.

<b>ZAF</b>	
Geldkurs	42 Fr.
Dividende	0.80 Fr.
Rendite (auf Basis Geldkurs)	1,9%
Marktwert	71,6 Mio. Fr.
Buchwert je Aktie	55,85 Fr.
Wahrer Buchwert je Aktie <sup>1</sup>	215,00 Fr.
Wahres Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,2

## Brauerei Schützengarten



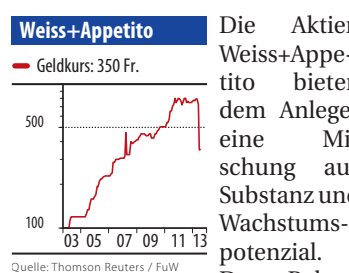
Die St. Galler Brauerei Schützengarten ist die grösste unabhängige Schweizer Brauerei und eine bedeutende Getränkehändlerin in der Ostschweiz. Im Braujahr 2011/12 erzielte sie das zweitbeste Ergebnis ihrer Geschichte. Sie steigerte dabei den Ausstoss mit selbst gebrauten Bieren um 0,4% auf fast 171000 Hektoliter, während der Schweizer Biermarkt 2012 bei einem Gesamtkonsum von 4,6 Mio. Hektolitern stagnierte.

Für die Substanzjäger liegt der Reiz der Aktien aber im Umstand, dass die Brauerei Schützengarten ebenso sehr ein Immobilien- wie ein Getränkeunternehmen ist: Während die grossen Brauereien sich von ihren Liegenschaften trennen

haben, halten die St. Galler weiterhin einen grossen Bestand von Immobilien, meist mit einem Restaurant. Ihre Grundstücke und Bauten sind mit knapp 15 Mio. Fr. ausgewiesen. Der Liegenschaftenertrag hat zuletzt 6,5 Mio. Fr. betragen – das heisse, die Brauerei hätte eine sagenhafte Bruttorendite von 43% erzielt. Für Objekte von guter bis mittlerer Qualität kann eine Bruttorendite von 6 bis 8% als normal gelten. Des Rätsels Lösung: Die Brauerei führt ihre Immobilien mit einem viel zu tiefen Wert in den Büchern. Darauf weist auch ihr Brandversicherungswert von 201 Mio. Fr. hin.

<b>Brauerei Schützengarten PS</b>	
Geldkurs	5905 Fr.
Dividende	126 Fr.
Rendite (auf Basis Geldkurs)	2,1%
Marktwert	94,5 Mio. Fr.
Buchwert je PS	1654 Fr.
Wahrer Buchwert je PS <sup>1</sup>	10267 Fr.
Wahres Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,6

## Weiss+Appetito



Die Aktien Weiss+Appetito bieten dem Anleger eine Mischung aus Substanz und Wachstumspotenzial. Das Polster an stillen Reserven deutet sich in den Immobilien an: Sie sind mit 9,1 Mio. Fr. in der Bilanz, während ihr Brandversicherungswert 26,7 Mio. Fr. beträgt. Die Wachstumsfantasien speisen sich aus der Positionierung der Berner Gruppe in acht attraktiven Nischen um Bau und Baudienstleistungen: Der Bereich Begrünungen bietet etwa Dachbegrünungen an. Dazu kooperiert er mit dem Bereich Saugen + Blasen: Dessen Maschinenkompositionen saugen Kies oder Substrat vom Flachdach herunter und befördern das gewünschte Substrat hinauf. Anfang 2012 haben die Berner mit dem

Kauf der deutschen DDT den wachstumsträchtigen Telecombereich erweitert, der Mobil- und Festnetze baut und wartet. Der Markteintritt in Deutschland war schwieriger als erwartet, und der Ausbau der neuen LTE-Netze lief erst gegen Ende 2012 richtig an. Trotz des höheren Umsatzes von 121 Mio. Fr. fiel darum der Gewinn im vergangenen Jahr um 86% auf magere 0,8 Mio. Fr. Für 2013 erwartet die Leitung eine «deutliche Verbesserung der Ertragslage». Die hohe Substanz hat es problemlos erlaubt, trotz des schwachen Jahres 2012 die Ausschüttung unverändert zu belassen. **AK**

<b>Weiss+Appetito Namenaktie A</b>	
Geldkurs	350 Fr.
Dividende (Nennwertreduktion)	11 Fr.
Rendite (auf Basis Geldkurs)	3,1%
Marktwert	24,5 Mio. Fr.
Buchwert je Aktie	382,53 Fr.
Wahrer Buchwert je Aktie <sup>1</sup>	570 Fr.
Wahres Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,6