

Reibach in Russland

Valartis Die Manager einer Immobiliertochter wollen fürstlich abkassieren. Doch jetzt wehrt sich ein Grossaktionär.

URS AEBERLI

Wenn Sascha Hettrich vom Moskauer Immobilienmarkt erzählt, gerät er ins Schwärmen. Die Erholung von der Finanzkrise verlaufe «spektakulär», erklärt der Experte der Immobilienberatung King Sturge. Die Büromieten an einzelnen Top-Lagen der russischen Hauptstadt seien vergangenes Jahr beinahe 40 Prozent gestiegen.

Vom Boom spüren die Aktionäre der Eastern Property Holdings wenig, obwohl sie ihren Fokus auf den Immobilienmarkt Russlands legt. Der Aktienkurs sank 2010 um mehr als 20 Prozent. Und auf eine Dividende mussten die Anteilseigner des Vehikels, das von der Baarer Finanzgruppe Valartis gemanagt wird, auch verzichten.

Das Management kassiert

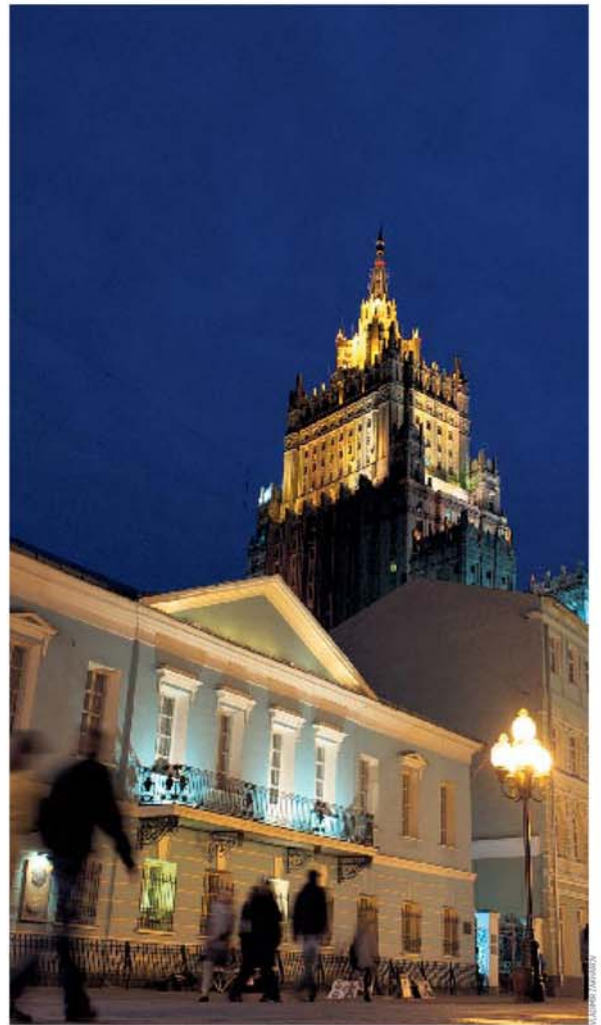
Das Management dagegen ging nicht leer aus. Die Verwaltungskosten der Eastern Property kletterten letztes Jahr um 10 Millionen auf 17 Millionen Dollar. Vor allem Rückstellungen für eine 15-prozentige Performance Fee – also eine erfolgsabhängige Entschädigung – führten zu dieser massiven Steigerung. Möglich macht das die Ausgestaltung der Erfolgskomponente. Sie ist nicht an den Aktienkurs gekoppelt, sondern an den Buchwert des Immobilienportfolios, den sogenannten Net Asset Value (NAV).

Die Praxis ist in der Branche unüblich. Doch Terry Olin, bei Valartis zuständig für Eastern Property, verteidigt sich: «Die meisten Immobiliengesellschaften basieren auf dem Net Asset Value. Auch wir glauben, dass wir Mehrwert für die Aktionäre eher durch das operative Geschäft und damit eine Erhöhung des Werts des Portfolios erreichen als durch das Promoten einer Aktie.»

Die Argumentation überzeugt nicht alle. «Weshalb sollen Aktionäre eine Performance Fee bezahlen, wenn sie kein Geld verdient haben?», wundert sich Morten Astrup. «Wir fordern, die Aktionärsinteressen und die Managementanreize in Einklang zu bringen und die Performance Fee vom Aktienkurs und nicht vom Net Asset Value abhängig zu machen», sagt der Anlagechef bei Storm Real Estate. Die norwegische Immobilienfirma hat seit Herbst 2010 sukzessiv Eastern-Property-Aktien gekauft. Heute besitzt sie ein Paket von 10 Prozent. An der Generalversammlung vom 21. Juni werde man einen Sitz im Verwaltungsrat verlangen, erklärt Astrup.

Einen Vorgeschmack für diese Auseinandersetzung gab Storm Real Estate bereits an der letzten Valartis-Generalversammlung. Dort bündelten die streitbaren Norweger ihre Kritik am Management mit den Vorwürfen einer zweiten oppositionellen Anlegergruppierung. Seit langem streitet der deutsche Investor Georg von Opel mit Valartis über die Strategie bei der

Flaniermeile Arbat in Moskau: Eastern Property besitzt hier Immobilien.



Eastern-Property-Schwester-Gesellschaft ENR Russian Invest (siehe Kasten). Dort stellt sich dasselbe Problem. Der Börsenkurs bewegt sich deutlich unter dem Buchwert.

Astrup wirft Valartis vor, von der heutigen Situation grosse Vorteile zu ziehen. Hintergrund sind die Bilanzierungsregeln: Im Einklang mit den IFRS-Reportingstandards werden die Eastern-Property-Aktien in den Büchern von Valartis zum vollen Buchwert gebucht. Für Valartis ist es daher profitabel, Aktien zum tieferen Aktienpreis zu erwerben und dann zum höheren Buchwert in die Bilanz aufzunehmen. «Es stellt klar ein Problem für die Eastern-Property-Aktionäre dar, dass der Manager einen Anreiz hat, den Aktienkurs tief zu halten», kommentiert Astrup.

Heikles Investment

Der norwegische Finanzmanager sieht aber noch ein weiteres Problem. Die aktuelle Praxis sei nicht im Interesse der Valartis-Aktionäre. Nach seinen Berechnungen hat nämlich die Bankgruppe rund die Hälfte ihres Kernkapitals in Aktien von Eastern Property investiert – bewertet zum Net Asset Value von gut 80 Dollar statt zum Aktienkurs von rund 35 Dollar. Es sei problematisch, so Astrup, wenn ein Grossteil des Bankkapitals in Vermögenswerten stecke, die zu mehr als dem doppelten Marktkurs in den Büchern stünden.

Tatsächlich hat Valartis massiv Aktien von Eastern Property erworben. Dies allerdings nicht für Bilanztricks, wie das Unternehmen betont. Die Bestände stammten aus Stützungskäufen. Ohne diese Transaktionen wäre der Aktienkurs während der Finanzkrise noch tiefer getaucht, so die Argumentation.

Die Folge dieser Käufe ist nun aber eine komplizierte Beteiligungsstruktur. Valartis ist nicht nur Managerin und Kreditgeberin der Eastern Property, sondern auch grösste Aktionärin. So hielt die Gruppe Ende 2010 26,5 Prozent der Aktien. Weitere 11,6 Prozent lagen bei der Beteiligungsgesellschaft

ENR, die ihrerseits wieder zu mehr als der Hälfte Valartis gehört. Nochmals 2,3 Prozent besitzt der MCT Global Opportunities Fund, ein anderes Anlagevehikel der Valartis-Gruppe.

Astrup gesteht den Valartis-Leuten zu, dass sie operativ einen guten Job machen. Aber mit Blick auf die verschachtelten

EPH ist unterbewertet. Allein die Barbestände sind grösser als die Börsenkapitalisierung.

Strukturen und die drohenden Interessenskonflikte kritisiert er die Corporate Governance als «extrem dürftig». Von aussen betrachtet erscheine Eastern Property für die meisten Anleger als Black Box. Das dürfte mit ein Grund für den tiefen Aktienkurs der Immobilienfirma sein.

Tatsächlich seien die EPH-Titel gemessen am Wert des Liegenschaftensportfolios deutlich unterbewertet, erklärt Stefan Scharff, Analyst bei der auf Finanzaktien spezialisierten deutschen SRC Research. Die Immobilien, die Ende 2010 zu 343 Millionen Dollar in den Büchern der Eastern Property Holdings standen, werden an der Börse nur mit rund 185 Millio-

nen Dollar bewertet. Das entspricht einem Abschlag von über 45 Prozent. Angemessen seien höchstens 25 bis 30 Prozent, schätzt Scharff. Umgerechnet auf den Aktienpreis ergäbe das eine potenzielle Kurssteigerung von derzeit 35 auf 55 Dollar.

Nicht nur ein Kursgewinn winkt. Anleger können allenfalls auch endlich wieder auf eine Dividende hoffen. Eastern Property hat nämlich die beiden Top-Immobilienobjekte Geneva House und Berlin House aus ihrem Portefeuille verkauft – für insgesamt über 230 Millionen Dollar. «Wir werden die Erlöse aus der noch nicht abgeschlossenen Transaktion nutzen, um Schulden zurückzuzahlen und unsere Immobilienentwicklungsprojekte zu finanzieren», erklärt Valartis-Mann Olin.

Projekt an bester Lage

Zu diesen Entwicklungsprojekten zählen unter anderem 38 000 Quadratmeter an der prestigeträchtigen Fussgängerzone Arbat in Moskaus Innenstadt. «Wir werden möglicherweise auch Aktien zurückkaufen und eine Dividende zahlen – je nach den Möglichkeiten, die sich uns dann bieten», ergänzt Olin.

Damit könnten die Aktionäre der Eastern Property dann doch noch vom anhaltenden Immobilienboom in der russischen Hauptstadt profitieren.

Wer denkt bei einer Pipeline schon an Biotech

Durch eine Pipeline fliessen nicht nur Öl und Gas. Bevor neue Medikamente den Markt erobern, durchlaufen sie einen komplexen Forschungs- und Zulassungsprozess. Welche Wirkstoffe sich in der Entwicklung befinden, zeigt die Pipeline eines Unternehmens. Prall gefüllt ist sie heute vor allem mit hochwirksamen Medikamenten aus der Biotechnologie. Sie zielen auf die Ursachen von körperlichen Defekten und eröffnen der Bekämpfung lebensbedrohlicher Krankheiten neue Dimensionen. Davon haben sich jetzt auch die grossen Pharmakonzerne überzeugt. Sie suchen den Anschluss und drängen auf Übernahmen der vielversprechendsten Biotech-Unternehmen. Einige der aussichtsreichsten Kandidaten sind im Portfolio von BB Biotech vereint. Investieren Sie jetzt in den Markt der Zukunft – und in den medizinischen Fortschritt. **IRN: C0001739992**

www.bbbiotech.com

BB Biotech
Bellevue Investments

DIE AKTEURE

Unter Druck von zwei Seiten

Valartis Die Bankgruppe ist mit verwalteten Vermögen von 6,3 Milliarden Franken relativ klein. Sie entstand 2005 aus der Fusion von der von Martin Ebner aus der Taufe gehobenen Finanzboutique OZ und der Genfer Vermögensverwalterin MCT, die Gustav Stenbolt 1996 mitbegründet hatte. Er hat die operative Führung der Bank abgegeben und konzentriert sich nun auf die Gruppenleitung. Seit 2005 läuft die Neuausrichtung auf Private Banking mit Fokus Osteuropa und auf Investment-Nischen wie Russland. Der Prozess ist noch nicht abgeschlossen.

Storm Real Estate Die in Norwegen kotierte Investmentfirma weist Ende



Valartis-Präsident Erwin Heri: Er muss sich gegen Angriffe wehren.

März ein Immobilienportfolio von 95 Millionen Dollar aus. Zudem investiert Storm in unterbewertete Mitbewerber und hat eine 10-Prozent-Beteiligung an der Valartis-Tochter Eastern Property

Holdings aufgebaut. Für die Generalversammlung vom 21. Juni hat Storm diverse Anträge für eine verbesserte Corporate Governance eingereicht.

Georg von Opel Der Investor aus der deutschen Autodynamie war Kunde der Valartis-Vorgängergesellschaft MCT. Diese Geschäftsbeziehungen erklären, warum er über die Finanzgesellschaft Paramount knapp 34 Prozent der Valartis-Beteiligungsfirma ENR Russia Invest hält. Von Opel und Valartis befinden sich in einem juristischen Streit über die ENR-Strategie. Für die ENR-Generalversammlung vom 25. Mai hat Paramount unter anderem die Liquidation von ENR verlangt.