

# ZWISCHENMITTEILUNG

im zweiten Halbjahr 2011



Das Tor zum russischen  
**AKTIENMARKT**



Die KREMLIN AG ist ein Investitionsunternehmen mit Sitz in Hamburg, das im Februar 1999 gegründet wurde mit dem Ziel, deutschen Anlegern die Potenziale des russischen Marktes zu erschließen. Die Gesellschaft verwaltet im Nostrogeschäft ein umfangreiches Portfolio von an russischen Börsen notierten Aktien sowie Aktien der Emerging Markets Ukraine und Kasachstan. Die ausstehenden 2,0 Mio. Stück Aktien sind am Regulierten Markt Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Frankfurt und München notiert und darüber hinaus über die elektronische Börsenplattform Xetra handelbar.

Mit der vorliegenden Zwischenmitteilung nach § 37 x WpHG berichtet die KREMLIN AG zugleich über den Bestand und die Zusammensetzung ihres Portfolios zum 31. Oktober 2011. Der Verlauf der Geschäftstätigkeit der KREMLIN AG entsprach in der Zeit vom 1. Juli 2011 bis zum heutigen Berichtstag den Erwartungen, wie sie im Zwischenlagebericht für das erste Halbjahr 2011 beschrieben wurden.

## **KREMLIN AG**

Nordkanalstr. 52  
20097 Hamburg

E-Mail: [info@kremlin-ag.de](mailto:info@kremlin-ag.de)

Tel.: 040-238056-85  
Fax: 040-238056-87



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011

KREMLIN



### Bericht über die Entwicklungen am russischen Aktienmarkt und im Portfolio der KREMLIN AG im Berichtszeitraum

#### 1. Wirtschaftliche Entwicklung der KREMLIN AG

Die wirtschaftliche Lage der KREMLIN zeigt sich in der Entwicklung des Net Asset Value (NAV), das heißt ihres Portfolio-Werts sowie der Bankguthaben und der Verbindlichkeiten. In der Rechnungslegung der KREMLIN nach HGB spiegelt sich die Entwicklung des NAV nur insoweit wider, als Verkäufe von Wertpapieren getätigt werden, da erst dann Veräußerungsgewinne bzw. -verluste ausgewiesen werden. Bis zu diesem Zeitpunkt werden für den Wertpapierbestand jeweils die Anschaffungskosten fortgeführt oder ein niedrigerer beizulegender Wert angesetzt.

Der Wert des KREMLIN-Portfolios zuzüglich Bankguthaben sank von Mio. Euro 3,996 zum 01. Juli 2011 auf Mio. Euro 3,606 zum 31. Oktober 2011 und hat sich bis zum heutigen Berichtszeitpunkt nicht in nennenswertem Umfang verändert. Abzüglich von Verpflichtungen beträgt der NAV zu Zeitwerten bei 2 Mio. ausstehenden Aktien umgerechnet auf eine KREMLIN-Aktie auf diesen Stichtag rund EUR 1,77. Gegenüber dem NAV am 30.06.2011

entspricht dies einer Performance von -9,45%, gegenüber dem NAV zu Jahresbeginn einer Performance von -15,67%. Die für das Portfolio der KREMLIN AG relevanten russischen Benchmark-Indizes RTS-1 (Blue Chips) und RTS-2 (Mid Caps) weisen für den Zeitraum 1.7.2011 bis 31.10.2011 eine Performance von -18% bzw. -20,14% aus, die Wertentwicklung seit Jahresbeginn beträgt für den RTS-1 -11,69%, für den RTS-2 -21,28%. Der ukrainische UX-Index ist im Zeitraum 1.7.2011 bis 31.10.2011 um -37,33% gefallen, bezogen auf den Jahresbeginn beläuft sich die Wertentwicklung des UX auf -40,71%.

Die Wertangaben zum Depot beruhen auf Angaben unserer Fondsmanager beziehungsweise Broker oder Depotbanken. Da einige von uns gehaltene Aktien, mit Ausnahme derjenigen in den russischen Börsensegmenten RTS-1 und RTS-2, nicht regelmäßig gehandelt werden, ist nicht gewährleistet, dass sämtliche angegebenen Werte jederzeit realisiert werden können.

Die Entwicklung über die Monate zeigt nachfolgende Übersicht:

Zeitpunkt	Depotwert Mio. EUR	NAV je Aktie EUR
30. Juni 2011	3,996	1,96
31. Juli 2011	4,177	2,06
31. August 2011	3,642	1,79
30. September 2011	3,418	1,68
31. Oktober 2011	3,606	1,77

Die Verwaltungskosten der Gesellschaft im Berichtszeitraum liegen in absoluten Zahlen

auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Die Personalkosten lagen auf



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



dem Niveau der Vorjahresperiode. Weitere Maßnahmen zur Senkung der Verwaltungskosten werden laufend geprüft und nach Möglichkeit umgesetzt.

Nach Auswertung der 9-Monatszahlen sowie einer aktuellen Hochrechnung auf Basis der Oktoberzahlen geht der Vorstand der

KREMLIN AG davon aus, dass sich, bei annähernd gleichen Bestandswerten, aus dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ein Jahresfehlbetrag 2011 ergibt, der zu einem Bilanzverlust im unteren bis mittleren sechsstelligen Bereich führen wird.

### 2. Entwicklung der relevanten Wechselkurse

Die Anlage in Wertpapieren erfolgt im Wesentlichen im russischen und – in derzeit geringem Maß – ukrainischen Währungsraum. Da allerdings die Mehrzahl der von uns gehaltenen Aktien über den RTS und somit in US-Dollar gehandelt wird, haben die Wechselkurse zwischen RUB und USD sowie gegenüber unserer Bilanzwährung EUR einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des Net Asset Value der KREMLIN AG. Der USD wertete im Zeitraum zwischen 1. Juli und 31. Oktober

2011 um insgesamt 3,03% zum EUR auf, wodurch sich unabhängig von der Kursentwicklung der Wertpapiere Währungsgewinne in entsprechender Höhe im Net Asset Value der KREMLIN AG niederschlugen. Der RUB wertete dagegen gegenüber dem EUR im Berichtszeitraum um 4,44% ab, was sich auf die Bewertung des teilweise in RUB gehaltenen Barvermögens der Gesellschaft entsprechend negativ auswirkte.

### 3. Hauptversammlung 2011

Bezüglich der am 24. Juni 2011 vertagten Hauptversammlung der KREMLIN AG hat die Gesellschaft am 22. August 2011 bekanntgegeben, dass die Hauptversammlung 2011 nicht wie vorgesehen bis spätestens 30. September 2011, sondern am 18. November

stattfinden wird. Die Einladung zur Hauptversammlung sowie die Beschlusstexte der Tagesordnung sind in vollem Wortlaut im elektronischen Bundesanzeiger vom 7. Oktober 2011 veröffentlicht worden.

### 4. Wirtschaftspolitische Entwicklungen im Berichtszeitraum Juli bis Oktober

Im Berichtszeitraum sind die starken Fundamentaldaten zur russischen Wirtschaft bei internationalen Investoren gegenüber den Sorgen um die europäische Staatsschuldenkrise und die Entwicklung der Staatsschulden in den USA, die durch das Downgrading durch die Ratingagentur Standard & Poor's befeuert wurden, in den Hintergrund getreten. Auch die in der Berichtsperiode aufgekommenen Rezessionsbefürchtungen lassen aktuelle gute Nachrichten aus den Unternehmen zur Makulatur werden. Doch ist Russlands positive wirtschaft-

liche Entwicklung durchaus einen gründlicheren Blick wert. So ist die Inflation, das drängendste Problem der russischen Wirtschaft, so niedrig wie noch nie seit dem Fall des sozialistischen Systems. Auf das ganze Jahr gerechnet dürfte die Inflation etwa bei 6% – 6,5% liegen. Das derzeitige Bruttoinlandsprodukt Russlands lag im Oktober bei 3,7%. Der bis Mitte des Jahres aufgelaufene Haushaltsüberschuss wird sich zwar aufgrund des gesunkenen Ölpreises, stärkerer Investitionen in die Infrastruktur sowie ins Militär voraussichtlich in ein leichtes Defizit



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



von etwa 2,5% des Bruttoinlandsprodukts verwandeln, was aber immer noch in einem dramatischen Gegensatz zur Haushaltssituation in Europa und den USA, aber auch den allermeisten Industrieländern der Welt steht. Und die Währungsreserven Russlands liegen bei mehr als 400 Mrd. USD, dies ist selbst bei einem eventuell stärker als erwarteten Defizit des russischen Haushalts ein beruhigendes Polster für Russland. Auch die Arbeitslosenquote lag zu Ende Oktober bei 6,5% und war somit deutlich niedriger als sowohl in den meisten europäischen Staaten als auch in den USA.

Das in Russland neben den Sorgen um die europäische Staatsschuldenkrise und die Entwicklung der Staatsschulden in den USA dominierende Thema war die im September erfolgte Ankündigung der Ämterrochade zwischen Präsident Medwedew und Premierminister Putin bei den nächsten Präsidentenwahlen im März 2012. So verheerend die Klärung der künftigen Machtverhältnisse für das Erscheinungsbild des russischen politischen Systems bei den eigenen Bürgern als auch im Ausland sein mag, überwiegt in der Wirtschaft die Erleichterung darüber, dass die Zeit der Unsicherheit vorbei ist; die frühzeitige Klärung dieser Frage vor dem Hintergrund der aktuellen weltwirtschaftlichen Unsicherheiten wird positiv vermerkt. Ohnehin kam Putins Rück-

kehr ins Präsidentenamt für die meisten Beobachter nicht überraschend, die Auswahl an Kandidaten war von vornherein beschränkt. Daher kann man nun davon ausgehen, dass der russische Präsident für die nächsten 12 Jahre Wladimir Putin heißen wird, was zumindest für ein hohes Maß an politischer Kontinuität sorgen wird.

Doch damit ist auch klar, dass es keine Erneuerung des politischen Systems geben wird, die notwendig wäre, um Institutionen wie den Rechtsstaat zu stärken. Und ob Russland sich eine Verzögerung bei Strukturreformen und der Diversifikation der Wirtschaft leisten kann, ist fraglich. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat gezeigt, wie anfällig die Wirtschaft des größten Energieexporteurs der Welt ist. Und immerhin plant die jetzige Regierung, die Kalkulation für den durchschnittlichen Ölpreis, die wichtigste Einnahmequelle des Staates, in der Berechnung der Budgets für die kommenden zwei Jahre von derzeit ca. 100 USD auf 125 USD anzuheben. Sie läuft damit das Risiko, dass, sollte der Ölpreis stagnieren oder gar sinken, der Haushalt langfristig ins Defizit läuft. Sollte der Ölpreis weiter sinken, wird sich dieses Defizit ausweiten. Dem Gesetzentwurf über den Staatshaushalt zufolge soll das Defizit im kommenden Jahr bei umgerechnet 1,5 Prozent des BIP, 2013 bei 1,6 Prozent des BIP und 2014 bei 0,7 Prozent des BIP liegen.

### 5. Der Aktienmarkt Juli bis Oktober

Im Ferienmonat Juli gingen am russischen Aktienmarkt die Umsätze etwas zurück, auch die Volatilität nahm stark ab. Während die europäischen und die amerikanische Börse vor dem Hintergrund der ungelösten Schuldenproblematiken erneut sinkende Kurse zu verzeichnen hatten, waren die Anleger in Russland aufgrund des weiterhin hohen Ölpreises in Kauflaune: der RTS ging um 3% nach oben, der RTS-2 konnte noch etwas besser performen und gewann 3,6% hinzu. Dabei

waren es weniger die Blue Chip-Aktien des Öl- und Gassektors – die mehrheitlich stagnierten – sondern vor allem Aktien aus dem Basismetall- sowie dem Düngemittelsektor, die Kursgewinne zu verzeichnen hatten. Auch Konsumaktien waren aufgrund der anhaltend guten Kauflaune der russischen Verbraucher gefragt. Dagegen gaben Aktien aus dem Versorgersektor aufgrund der Pläne der Regierung zur stärkeren Unternehmensbesteuerung in diesem Bereich teilweise stark nach.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



Im August sahen im Zuge des erneuten Aufkommens der Sorgen um Weltwirtschaft und Staatsschulden sämtliche bedeutenden Aktienmärkte weltweit einen abrupten hohen Anstieg der Volatilität und zeitweise sogar panikartige Verkaufswellen von Anlegern, die in sicherere Anlageformen umschichteten. Der russische Aktienmarkt konnte sich naturgemäß dieser Abwärtsbewegung nicht entziehen, obwohl die Rohstoffpreise, die wichtigste Determinante für russische Unternehmensbewertungen, relativ stabil auf ihrem erreichten hohen Niveau blieben. Gleichwohl führte die stark zurückgehende Risikoneigung der Investoren zu einem Einbruch an der russischen Börse, der den RTS und den RTS-2 auf das Niveau von November 2010 zurückwarf. Der RTS verlor im Berichtsmonat 13,4% und schloss bei 1.702 Punkten, der RTS-2 fiel sogar um 15,1% auf einen Schlusstand von 1.940 Zählern.

Gestiegene Rezessionsängste aufgrund schlechter Wirtschaftsdaten und Prognosen ließen im September vor allem die Rohstoffpreise, die wichtigste Determinante für russische Unternehmensbewertungen, stark zurückgehen; der Rohölpreis sank bis Ende September von 118 USD auf 104 USD, auch die Notierungen für die zyklischen Industriemetalle Kupfer, Nickel, Zink und Stahl gaben stark nach. Im Zusammenspiel mit der gestiegenen Risikoaversion internationaler Anleger vor dem Hintergrund der weiteren Zuspitzung

der griechischen Staatsschuldenkrise führte dies im Laufe des September zu hohen Mittelabflüssen aus dem russischen Aktienmarkt. Sah es zu Anfang des Berichtsmonats noch so aus, als könne der RTS sich auf seinem Stand von etwa 1.700 Punkten halten bzw. einen Aufwärtstrend bilden, sackten die Kurse ab Ende der ersten Börsenwoche weiter ab. Der Einbruch an der russischen Börse hat den RTS und den RTS-2 auf das Niveau von Oktober 2009 zurückgeworfen: Der RTS verlor im Berichtsmonat 21,2% und schloss bei 1.341 Punkten, der RTS-2 fiel um 19,5% auf einen Schlusstand von 1.562 Zählern.

Getrieben von besser als erwarteten Zahlen zur US-amerikanischen Ökonomie und einer Einigung der Euroländer auf ein großes Rettungspaket für das angeschlagene Griechenland sowie einem „freiwilligen“ Schuldenschnitt privater Investoren in Höhe von 50% haussierten weltweit die Börsen und machten den Oktober zu einem der besten Aktienmonate seit langem. Auch der RTS profitierte kräftig von der wieder steigenden Risikoneigung der Investoren und optimistischeren Konjunkturerwartungen. Der RTS-1 legte im Oktober um 16,6% auf 1.563 Punkte zu, der RTS-2 konnte mit einem Anstieg um +12,8% auf 1.762 Punkte ebenfalls zweistellig gewinnen. Allerdings blieb der Volatilitätsindex der russischen Börse hoch, was die anhaltende Nervosität der Anleger in einem nach wie vor höchst unsicheren Investitionsklima widerspiegelt.

### 6. Entwicklung des KREMLIN Portfolios im Berichtszeitraum Juli bis Oktober

Das Gesamt-Portfolio der KREMLIN AG zeigte im Berichtszeitraum eine deutliche Outperformance im Vergleich zu seinen Benchmark-Indizes RTS-1 und RTS-2, konnte sich allerdings der allgemeinen Abwärtstendenz an den Börsen nicht entziehen und weist daher mit -9,45% (ytd: -15,67%) im Berichtszeitraum eine negative Performance aus.

Aufgrund des starken Exposures im Basismetall- und Düngemittelbereich konnte unser Small- und Mid-Cap-Portfolio den Gesamtmarkt im Juli deutlich outperformen: Mit +4,6% lag die Performance um 1% über der des RTS-2. Dabei konnten insbesondere Dorogobuzh mit 10,5% und Juzhuralnickel mit 21,5% starke Zugewinne verzeichnen. Doro



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



gobuzh profitierten dabei von Gerüchten im Markt, dass die Gebrüder Rothenberg, die mit Gazprom und der russischen Regierung eng vernetzt sind, aus Akron, der Muttergesellschaft von Dorogobuzh, eine Agrochemie-Holding formen wollen, die mit Gazprom verbunden werden soll. Ob diese Gerüchte einen Wahrheitsgehalt haben, bleibt jedoch dahingestellt. Darüber hinaus konnte unser Schwergewicht Bashneft aufgrund der zu erwartenden Mehreinnahmen aufgrund des hohen Ölpreises weiter zulegen: Bashneft stiegen um 3,6%. Innerhalb des Blue Chip Portfolios gab es große Unterschiede in der Performance zwischen einzelnen Werten. Während etwa Gazprom und Rosneft im Berichtsmonat nahezu unverändert notierten, zogen Surgutneftegaz mit 4,3% und insbesondere Tatneft Vorzüge mit 14,3% stark an. Auch Transneft zeigten mit +10,3% eine sehr gute Performance. Alles in allem stieg unser Blue Chip Portfolio um 5,5% und damit deutlich stärker als der Gesamtmarkt. Am ukrainischen Aktienmarkt machte sich ebenfalls die Ferienzeit deutlich bemerkbar. Unter schwachen Umsätzen tendierten die Notierungen mehrheitlich seitwärts. Die Gesamtperformance im Berichtsmonat blieb mit +0,14% nahezu unverändert. Die ukrainischen Positionen in unserem Portfolio vollzogen diese Entwicklung im Großen und Ganzen nach. Unsere kasachischen Werte Orsu (+34%), Max Petroleum (+21%) und Steppe Cement (+4,4%) zeigten eine sehr positive Tendenz, wobei die Zugewinne aufgrund der geringen Größe der Positionen keinen nennenswerten Einfluss auf den NAV hatten.

Insbesondere die Small Caps des russischen Aktienmarkts widersetzten sich im August dem starken Korrekturwillen der Börse und trugen nicht unwesentlich zur Outperformance des KREMLIN-Portfolios gegenüber dem Gesamtmarkt bei. So weisen die Stamm- wie die Vorzugsaktien von Dorogobuzh, unserer zweitgrößten Beteiligung, lediglich Kursrückgänge von -4,6% bzw. -3,6% auf, AFK

Sistema stiegen sogar leicht um 1,2%, in einem Markt, in dem die meisten anderen Werte noch relativ moderat zwischen -10% (Bashneft) und überproportional -25% (IBS Holding) nachgaben. Juzhuralnickel zeigte im August wie schon in den Monaten zuvor eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung und war mit -33% der Wert mit der schlechtesten Performance. Die sich abkühlende Dynamik der Weltwirtschaft und der abnehmende Risikoappetit der Anleger machen sich vor allem in den Kursen der Mid Caps bemerkbar. Die Versorgerholding MRSK war mit -21% ebenso von der starken Korrektur im Bereich der überwiegend von stark zyklischen Konsum-, Transport- und Infrastruktur- und Industriewerten dominierten zweiten Reihe des russischen Aktienmarkts betroffen wie die Fluglinie Aeroflot (-23%), die Pharmaaktie Veropharm (-29%) und die Elektronikmarktkette MVideo (-24%). Obwohl gestützt von der relativ stabilen Preisentwicklung von Erdöl im August sanken die Bewertungen der Öl- und Gasaktien im Portfolio dennoch signifikant: Gazprom (-15,8%), Tatneft Vz. (-15,3%) und Transneft Vz. (-14,4%) mussten der Rezessionsangst und ihrer hohen Liquidität Tribut zollen. Dagegen konnte sich die Aktie von Norilsk Nickel (-7,6%) wesentlich besser halten, hier stützte ebenfalls der weiterhin recht stabile Nickelpreis die Bewertung. Der stark von Konjunkturzyklen getriebene ukrainische Aktienmarkt zählt in stark volatilen Börsenphasen regelmäßig zu den negativen Outperformern, so auch dieses Mal. Der UX-Index verlor mit -24,7% stärker als die russischen Indizes und war damit der Aktienmarkt mit der weltweit schlechtesten Wertentwicklung im August.

Im stark verlustgeprägten September mussten unsere Beteiligungen im Mining & Metals-Sektor aufgrund des starken Preisrückgangs bei Industriemetallen die stärksten Kursabschläge hinnehmen, allen voran Juzhny Kuzbass mit -29% und Sredneuralsky Copper mit -26%. Auch unser Schwergewicht im Ölsektor, Bashneft, verlor mit -15,7% stark, jedoch weit aus weniger als der Öl- und Gassektor im



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



Ganzen. Dorogobuzh Stämme und Vorzüge gingen ebenfalls signifikant zurück, wiesen aber mit -17% bzw. -13,9% relativ geringe Verluste im Vergleich zum Gesamtmarkt auf. Wir verkauften Anfang September in einem noch stabilen und leicht steigenden Markt unsere Small Cap-Positionen Altainefteproduct, Juzhuralnickel und Sitronics, um in dem weiterhin hochvolatilen und zunehmend negativen Umfeld eine defensivere Portfolioausrichtung mit einem relativ hohen Cash-Anteil einzunehmen. Da stark im Öl- und Gassektor exponiert, musste unser Blue Chip-Portfolio im September kräftige Rückschläge hinnehmen, konnte aber ebenfalls mit -19,6% den Benchmark Index RTS-1 (-21,2%) leicht outperformen. Die stärksten Verluste sahen die Aktien von Gazprom (-21,5%), Rosneft (-26,3%) und MTS (-31,1%). Die in unserem Portfolio mit einem Anteil von 9% relativ stark gewichtete Aktie von Norilsk Nickel war mit im Vergleich zum Gesamtmarkt relativ geringen Verlusten von nur -8,9% ein stabilisierender Faktor im Portfolio. Hier stützte die Ankündigung eines Aktienrückkaufprogramms zu attraktiven Kursen die Bewertung. Der stark von Konjunkturzyklen getriebene ukrainische Aktienmarkt zählt in der derzeitigen hochvolatilen Börsenphase zu den negativen Outperformern mit weiterem Abwärtspotenzial. Der UX-Index verlor im September zwar mit -17,3% etwas weniger als die russischen Indizes. Auf Jahresanfangssicht hat er nun allerdings knapp 41% verloren und zählt damit zu den absoluten Underperformern im weltweiten Vergleich. Obwohl die ukrainische Börse einige sehr inte-

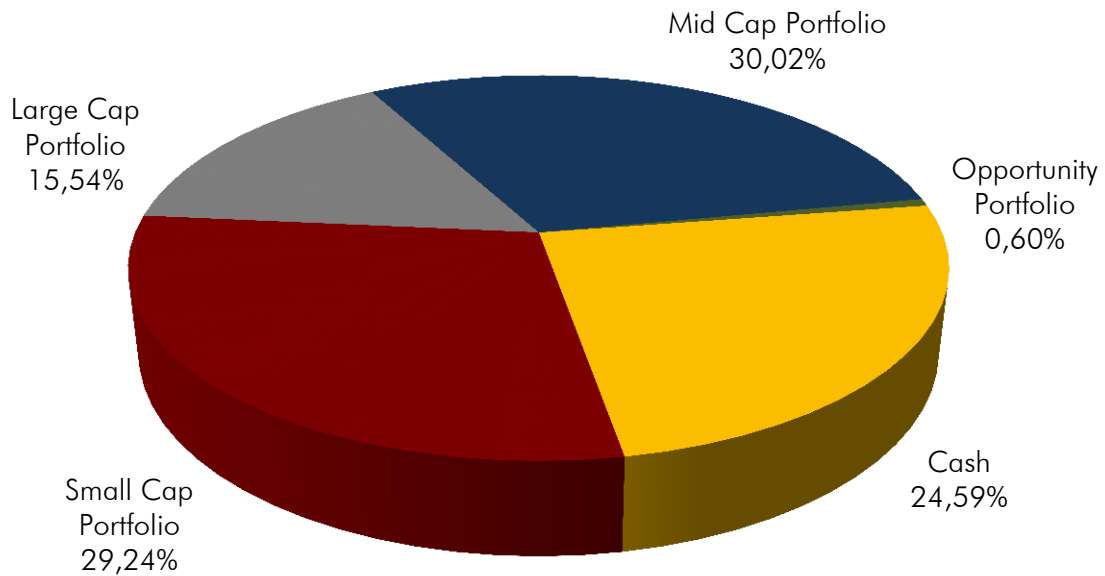
ressante Werte enthält, die ständig auf unserer Watchlist stehen, gibt es – trotz der optisch billigen Aktienkurse – zu wenige Gründe, um in den Markt zurückzukehren. Ein Wiedereinstieg in die ukrainische Börse ist daher gegenwärtig kein Thema. Auch kasachische Werte bieten sich derzeit nicht zum Kauf an. Wir bereinigten unsere Positionen im September und werden einige kasachische Aktien weiter beobachten.

Im Oktober konnten auch die meisten unserer Portfoliowerte von der beeindruckenden Hausse am russischen Aktienmarkt profitieren, allen voran unsere Schwergewichte Bashneft mit +22% und Dorogobuzh mit +16%. Die Aktie von Gazprom, die unter dem Börsenschwung im August und insbesondere September am stärksten gelitten hatte, war im Oktober einer der Bestperformer im Portfolio mit beeindruckenden 31% Kursgewinn. Allerdings toppte der Kohlewert Juzhny Kuzbass diese Entwicklung noch und gewann 46% hinzu. Aufgrund des relativ großen Cash-Anteils von rund 25% blieb die Performance des Gesamtportfolios im Oktober mit +6% hinter der Entwicklung der Indizes zurück, allerdings hatte das KREMLIN-Portfolio in den beiden vorausgegangenen Monaten auch weit weniger stark verloren als der Gesamtmarkt. Hier zeigte sich erneut, dass in kurzfristigen volatilen Märkten die Werte der 2. und 3. Reihe weniger schwankungsanfällig sind als Blue Chips allerdings auch länger benötigen, um entstandene Kursverluste wieder aufzuholen.

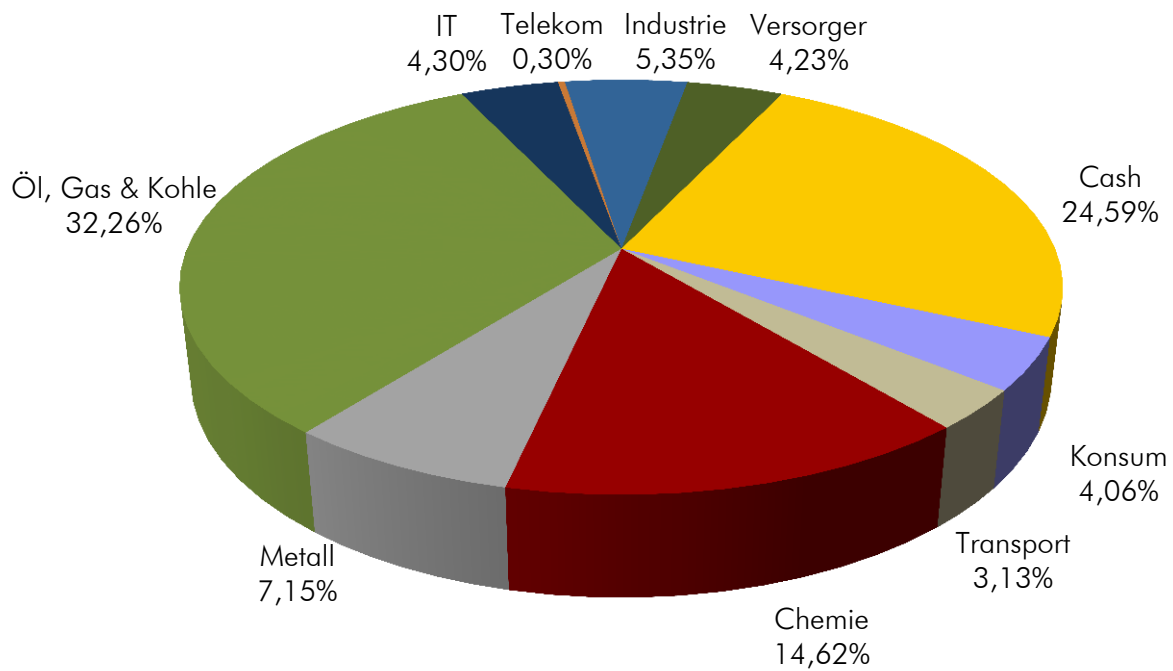


## 7. Das KREMLIN-Depot zum 31.10.2011

### 7.1 Nach Arten (NAV TEUR 3.606)



### 7.2 Nach Branchen (NAV TEUR 3.606)







## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



### 7.3 Die 10 größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 31.10.2011	
Bashneft St.	13,52%
Dorogobuzh St.	11,59%
AFK Sistema	5,35%
IBS Holding	4,30%
Transneft Pref.	3,88%
Gazprom	3,72%
Aeroflot	3,13%
Surgutneftegas, Pref.	3,05%
Dorogobuzh Vz.	3,03%
Uralelectromed	2,88%

### 8. Voraussagen für die kommenden Monate

Wie von uns bereits prognostiziert, haben sich im weiteren Verlauf des 2. Halbjahres 2011 internationale Investoren vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise in Europa und den USA sowie den eingetrübten Konjunkturaussichten weltweit in starkem Maße aus den Emerging Markets und insbesondere aus Russland zurückgezogen. Die Hausse im Oktober hat den starken Sell-off am RTS im August und September bei weitem nicht ausgeglichen. Ohnehin hat sich die Risikoneigung der internationalen Investoren seit einiger Zeit von den Emerging Markets hin zu den etablierten Aktienmärkten verschoben. Die Nervosität der Investoren hat deutlich zugenommen, die zunehmende Inflationsangst in Asien – insbesondere China –, die Sorgen über das künftige Wachstumstempo der Weltwirtschaft und die zunehmende Besorgnis über die griechische und nunmehr auch italienische Schuldenkrise und deren ungewisse Aussichten tragen zur Risikoaversion hinsichtlich des Rohstoff dominierten und damit konjunktursensiblen russischen Marktes entscheidend bei.

Diese Faktoren werden im weiteren Verlauf des Jahres über die Entwicklung der russischen Börse entscheiden, weniger die makroökonomische Situation Russlands, so positiv diese sich gegenwärtig auch (noch) darstellen mag. Sicher wird die europäische Schuldenkrise die Finanzmärkte auch noch im nächsten Jahr stark beschäftigen. Dagegen sind die Prognosen für die Weltwirtschaft zuletzt etwas positiver ausgefallen. Das Zusammenspiel aus Rezessionsängsten, Konjunkturoptimismus, Ausfallrisiken staatlicher Schuldtitel und Rettungspaketen seitens der Euroländer wird – zumindest bis zum Jahresende und wahrscheinlich darüber hinaus – für eine hohe Volatilität an den Märkten sorgen. Eine kräftige Jahresendrallye erscheint derzeit nicht ausgeschlossen, ebenso aber kann ein weiterer kräftiger Rücksetzer an den Börsen erfolgen. Einige Experten glauben, dass alles noch viel schlimmer werden muss, bevor es wieder besser wird. Wir schließen uns diesem pessimistischen Ausblick nicht unbedingt an, bleiben aber hinsichtlich unseres Investitionsverhaltens vorsichtig. Derzeit drän-



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2011



gen sich – wenn überhaupt – eher kurzfristige Investitionen in hochliquide Blue Chips auf als ein fundamental begründeter Einstieg in Nebenwerte.

Hamburg, den 8. November 2011



*Axel Pothorn*

Vorstand