

Länderfonds

## Zehn Jahre «Putinomics»

Vor rund zehn Jahren wurde der KGB-Offizier Wladimir Putin Premierminister von Russland. Putin verstand es, russische Bodenschätze, vor allem Öl und Gas, gezielt als Machtinstrument einzusetzen. Mit dieser Strategie stieg Russlands Bruttoinlandsprodukt um den Faktor fünf, und die Monatslöhne versechsfachten sich. Putin beglich Auslandsschulden und beschnitt den Einfluss vieler Oligarchen aus der Ära Jelzin.

Aber es gibt auch Rückschläge, weswegen Putin selbst jetzt als Staatspräsident seine Wirtschaftspolitik medienwirksam inszeniert, wenn er beispielsweise vor laufenden Kameras Supermarktbesitzern Preissenkungen befiehlt oder den Industriemagnaten Oleg Deripaska in einem Streit um Lohnzahlungen öffentlich demütigt. Gerade die Auseinandersetzung mit Deripaska zeigt ein typisch russisches Problem – die Stilllegung einer Zementfabrik machte die meisten Einwohner der Stadt Pikaljowo arbeitslos. Russland zählt über 1500 Städte, die von einer einzigen Fabrik abhängig sind. Bis zu 35 Mio. Menschen – ein Viertel der Bevölkerung – leben in solchen Mono-Städten. Die sozialen Folgen von Betriebschliessungen sind deshalb gravierend, und es kam dadurch seit Jahresbeginn schon mehrfach zu schweren Unruhen im ganzen Land.

Der schlagartige Anstieg der Arbeitslosigkeit in einzelnen Regionen schürt landesweit Armut. Auch die ungünstige Demografie, die mangelhafte Infrastruktur und eine Wirtschaftsstruktur, die zum Teil immer noch auf Sowjetzeiten zurückgeht, sind ernsthafte Probleme, die Putin seinem Nachfolger Dmitri Medwedew hinterliess. Putin war es auch nicht gelungen, den Mittelstand zu

fördern oder die grassierende Korruption einzudämmen. Hohe Kriminalität und bizarre juristische Auseinandersetzungen, wie im Fall Telenor, schrecken ausländische Investoren ab. Zwar haben Russlands Banken die Finanzkrise bislang erstaunlich gut überstanden, aber ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit, wie die vieler anderer Branchen auch, ist gering.

Da Russland über ein riesiges Potenzial natürlicher Ressourcen verfügt und die einzigartige Erfahrung besitzt, sie auch unter schwierigsten Bedingungen auszubehnten, ist ein Investment in den russischen Aktienmarkt immer noch sehr rohstofflastig (vgl. Interview Seite 29). Die starke Erholung des russischen Aktienmarktes ist zwar beeindruckend, doch gab es davor einen massiven Einbruch. Trotz der immer noch günstigen Bewertungen sollten Anleger also Vorsicht walten lassen und sich der wirtschaftlichen und politischen Risiken bewusst sein.

Der Magna Russia Fund setzt seinen Schwerpunkt auf bekannte russische Energieversorger und Finanzdienstleister. Beide Branchen decken über die Hälfte des Portfolios ab. Einen geringeren Anteil im Energiesektor hat der JPM Russia. Dafür gewichtet er Telecom und Konsumgüter höher. Unter den Top Ten sind auch weniger bekannte Titel. Eine ausgewogene Mischung der Sektoren Energie, Rohstoffe, Finanzen und Konsumgüter umfasst der Baring Russia Fund Capitalisation. In den Top Ten finden sich durchweg bekannte Grossunternehmen. Unter den drei Fonds sind sie im Baring Russia am höchsten gewichtet.

**ASSET MANAGEMENT CONSULTING**  
Aaa Center for Co-operation in Finance

Favorisierte Titel

Name (Währung)	Kurs	Prämie/ Abschlag in %	Fondsmanager/ Issuer	Manager	Börse
Magna Russia Fund A (€)	20.58	0	Charlemagne	Andrew Wiles	Open End.
JPM Russia A (Acc) (\$)	10.30	0	JPM AM	Oleg Biryulyow	Open End.
Baring Russia Fund Cap. (\$)	48.06	0	Baring Fund M.	Ghadir Abu Leil-Cooper	Open End.

Quelle: AMC

## Die hohen Gewinne sind weg

Rohstoffaktienfonds nur im Fünfjahresvergleich deutlich im Plus

Lange sprach wirklich alles für Anlagen im Rohstoffsektor – fundamentale und markttechnische Faktoren. Der Investment Case war für jedermann einleuchtend: Das langfristige Wachstum der Nachfrage liegt über dem des Angebots, seien das Agrargüter, Energie oder Metalle. Ein Ende des Rohstoffhungers von Ländern wie China war nicht abzusehen. Die Preise, war man sich einig, konnten nur nach oben gehen.

Doch wie immer, wenn man sich in der Marktbeurteilung zu einig ist, kommt es völlig anders als erwartet. So erfuhr auch die Rohstoffmärkte eine scharfe Korrektur. Sie spiegelt sich in der Kursent-

wicklung der in Rohstofftitel investierenden Fonds: Unter den in der Schweiz zugelassenen Rohstofffonds gibt es über ein und drei Jahre (per Ende August) nur klare Verlierer. Die Gruppeneinbuße über ein Jahr beträgt laut Lipper Schweiz auf Frankensbasis 30,6%, über drei Jahre 20%.

Sehr viel besser sieht es indes über fünf Jahre aus: Die 24 von Lipper erfassten Rohstofffonds brachten es auf ein Plus von 44,1%. Der Klassenbeste, das BlackRock-Produkt BGF World Mining Fund A2, legte 88,2% zu, gefolgt vom First State Global Resources (+84,6%) und vom Investec GSF Global Energy (+83,4%). **FS**

Die besten in Rohstoffaktien anlegenden Fonds

	Performance in %		Performance in %		Performance in %	
	1 Jahr <sup>1</sup>	Rang	3 Jahre <sup>1</sup>	Rang	5 Jahre <sup>1</sup>	Rang
Threadneedle Target Return Gross Acc GBX	3,21	8	18,07	1		
Schroder ISF Emerging Eurp Debt Abs Ret A Acc	4,94	5	16,25	2	25,52	2
Julius Baer BF Absolute Return Plus-EUR B	-1,03	21	13,46	3		
Harewood Market Trend A	-2,78	31	11,10	4		
Julius Baer BF Absolute Return-EUR B	-2,54	29	9,61	5	22,44	4
CAAM Funds Dynarbitrage Volatility C C	-1,82	27	8,23	6		
ARVEST Global Stars Fund	0,13	15	7,28	7	27,74	1
Vontobel Fund Absolute Return Bond (EUR) B EUR	-1,31	24	6,46	8		
LO Global Choice Treasury Fund (JPY) P D	12,94	2	5,57	9	-5,20	20
Schroder ISF Em Mkts Debt Abs Ret A Acc	6,03	3	5,37	10	19,72	6
DWS Invest Alpha Strategy LC	-6,76	69	5,12	11	13,18	9
Vontobel Fund Absolute Return Bond (CHF) B CHF	2,54	9	4,45	12		
CAAM Funds Arbitrage Inflation C C	-3,25	34	3,99	13		
LODH Optimum CHF Bond	2,49	10	3,92	14	4,86	15
PF(LUX)-Absolute Return Global Divers-P Cap	-10,77	92	3,48	15		
DWS Invest Total Return Bonds LC	-5,61	58	3,33	16	9,66	11
ARVEST Eurasia Stars Fund	-4,44	46	3,24	17	24,99	3
Pioneer Funds Total Return Currencies A No Dis EUR	-6,21	63	1,78	18		
CSF (Lux) Total Return Engineered (Euro) B	-3,02	32	1,13	19		
Parvest Absolute Return Currency 3 (Euro) C	-4,78	50	0,81	20		
JPM Global Capital Preservation EUR A Acc EUR	-6,63	67	0,77	21		
Long Term Investment Fd (SIA)-Alpha EUR	-17,12	110	0,19	22		
World Express Funds II Curr Alpha Absolute Rtn AE	-6,27	64	-0,08	23		
Fortis L Absolute Return Stability Cap	-7,56	76	-0,58	24	6,90	12
Reichmuth Alpin	-5,19	55	-0,63	25	20,24	5
Nordea 1 - Stable Return Fund BP EUR	-5,68	59	-1,02	26		
LODH Horizon - Optimum Trend (EUR) P A	-5,90	61	-2,47	27		
LODH Invest - Optimum Trend (EUR) P A	-6,04	62	-2,83	28	4,23	17
Fortis L Absolute Return Growth Cap	-12,41	95	-4,12	29	4,45	16
JPM Global Capital Appreciation A Acc EUR	-7,64	77	-5,49	30	13,28	8
<b>Gruppendurchschnitt (Anzahl erfasster Fonds)</b>	<b>-30,60</b>	<b>53</b>	<b>-20,00</b>	<b>39</b>	<b>44,10</b>	<b>24</b>
<b>FTSE AW Oil &amp; Gas TR in Franken</b>	<b>-25,93</b>		<b>-15,28</b>		<b>+45,88</b>	

<sup>1</sup> Performance per Ende August 2009  
Quelle: Lipper Schweiz

# «Long-Short-Aktienfonds für Seitwärtsmärkte ideal»

FONDSMANAGER-INTERVIEW ERWIN BRUNNER BrunnerInvest, Zürich, wie Chancen zu nutzen sind

**H**aben die Long-Short-Aktienfonds in den sehr schwierigen Börsenzeiten der letzten zwei Jahre ihre Bewährungsprobe bestanden? Long-Short-Aktienfonds sollten sowohl von starken Unter- wie von massiven Überbewertungen an den Bösen profitieren können. In der Baissephase profitieren diese in der Regel als Funds of Hedge Funds konzipierten Vehikel vom Short Selling, in der anschließenden Erholungsphase von den Long-Engagements. Wie ist die Rechnung aufgegangen? Der Zürcher Vermögensverwalter und Fund-of-Hedge-Funds-Fondsmanager Erwin Brunner nimmt Stellung.

□ **Herr Brunner, da und dort ist Kritik aufgekommen, die Long-Short-Aktienfonds hätten in der langen Baisse die Erwartungen nicht erfüllt. Ist Kritik angebracht?**  
Das hängt von den Erwartungen ab. Nach der Dotcom-Krise wurden Hedge Funds als Absolute-Return-Anlagen angepriesen, und man versprach Aktienrenditen zu Obligationenvolatilitäten. Diese Erwartung wurde klar nicht erfüllt. Long-Short-Aktienfonds hingegen investieren in Aktien und haben dadurch unweigerlich ein Aktienexposure. Ihr Ziel ist es, in Krisen weniger als die Märkte zu verlieren. Weniger, nicht gar nichts. Ein Beispiel: Unser europäischer Flaggschiffonds hat von Juni 2007 bis Juli 2009 22% eingebüsst, der Eurekahedge FoHF Europe L/S Index 30% und der MSCI Europa Index 48% – alles in Franken gerechnet. Doch der Europa-Index muss jetzt 92% zulegen, um wieder an den Ausgangspunkt zu gelangen, unser

**Das Ziel von Long-Short-Aktienfonds ist es, in Krisenzeiten weniger als der Markt zu verlieren – weniger, nicht gar nichts.**

Circle E Fund nur 28%. In den Augen unserer Investoren haben wir die Erwartungen erfüllt. Längerfristig übertreffen Long-Short-Aktienfonds die Aktienindizes wegen der Absicherung deutlich.

□ **Wenn die Erwartungen nicht erfüllt wurden: Waren sie falsch, und kann das Long-Short-Konzept in extremen Baisissen gar nicht richtig zum Tragen kommen?**  
Wir halten im Europafonds Long-Short-Aktienfonds, die 2008 über 20% erwirtschaftet haben, und solche mit Schwellenmarktanteilen, die nicht ganz 20% verloren haben. Eine grosse Zahl unserer Long-Short-Aktienfonds war 2008 positiv und ist mitunter auch wieder geschlossen. Negativ wirkten sich jedoch die Währungsturbulenzen aus. Dies führte 2008 zu einem negativen Jahresresultat. Grundsätzlich lässt sich beobachten, dass in Europa die Absicherung von Long-Short-Aktienfonds deutlich besser funktioniert als in Schwellenländern. In Asien, das stark von Börsenrallys und hoher Volatilität getrieben wird, gibt es viele Fonds mit einer ausgeprägten Long-Neigung und schlechtem Shorting.

□ **Als die Finanzaktien massiv unter Druck gerieten, waren die angeblich Schuldigen rasch ausgemacht: die Leerverkäufer. Haben die in der Folge erlassenen Massnahmen zur Einschränkung von Short Sales ein besseres Abschneiden der Long-Short-Aktienfonds verhindert?**  
Seit Einführung und Wiederaufhebung von Short-Selling-Verboten konnten wir keine Unterschiede in der Performance der Fonds ausmachen. Auch der Short Squeeze in den Aktien VW im Oktober hat keinem unserer Fonds wirklich Bauchschmerzen bereitet. Wir stellten jedoch fest, dass stark fundamental ausgerichtete Manager, die 2008 dank einer sehr negativen Einstellung über 25% erwirtschafteten, im ersten Halbjahr 2009 zu lange zu negativ waren und dadurch Verluste einstecken mussten. Wir haben einen Manager massiv reduziert, der bis dato an einer sehr negativen Meinung festhielt und zu wenig Flexibilität bewies. Wie sagte John



Erwin Brunner: «Eine zu dogmatische Einstellung ist heute gefährlich.»

Maynard Keynes zutreffend: «The market can stay irrational longer than you can stay solvent.» Eine zu dogmatische Einstellung ist heute gefährlich.

□ **Standen die Leerverkäufer zu Recht am Pranger?**

Klar nein. Meines Wissens ist kein Unternehmen bankrottgegangen, weil jemand die Aktie short hielt. Auch wurde die Finanzkrise weder von Long-Short-Aktienfonds noch von Shorting verursacht. Zudem ist der Anteil von Shorts an den Aktienmärkten meist unter 5%. Viele Regulatoren, darunter die SEC in den USA, kamen zum Schluss, dass Short Selling erwünscht ist. Dies aus folgenden Gründen: Hedge Funds stellen Liquidität zur Verfügung und waren immer wieder Buyer of Last Resort. Durch die Liquidität wird ein Markt effizient. Eine andere Entwicklung bereitet mir indes mehr Sorgen.

□ **Und das wäre?**

Immer mehr Effekten werden nicht mehr an den Börsen gehandelt. Sei es in sogenannten Dark Pools oder über the counter. Professor Heinz Zimmermann hat letzthin zu Recht bemerkt, dass nur geregelte Börsen einen fairen und liquiden Markt und somit Stabilität garantieren können. Die Hypothekenkrise in den USA basiert hauptsächlich auf nicht börsengehandelten Derivaten wie CDO oder CLO. Die SEC wie auch die Finma sollten alles daran setzen, einen Grossteil des Effektenhandels an Börsen abzuwickeln. Marktbeobachter gehen davon aus, dass schon über 80% aller Effektingeschäfte nicht über Börsen laufen.

□ **Wann hat ein Long-Short-Manager seine Arbeit in diesen anspruchsvollen Zeiten gut gemacht?**

Wir schauen den maximalen Verlust und die Erholungsphase eines Managers an. Sie muss im Verhältnis zur Rendite stehen. Wir halten Long-Short-Aktienfondsmanager, die im Schnitt monatliche Renditen von knapp 1% realisieren. Im Jahr 2009 erzielte ein solcher Manager bis Juli eine Rendite von 4% und 2007 wie auch 2008 7,5%. Das Risiko steht im Verhältnis zur Rendite. Dem steht ein Manager mit Schwellenländeranteil gegenüber, der 2009 bis Juli 21,1% erwirtschaftete, 2008 jedoch 18% verlor und 2007 27,8% dazugewann. Dieser Fonds weist eine annualisierte Rendite von 26,7% seit 2000 auf. Beide Manager halten sich an ihr Rendite-Risiko-Profil und haben ihre Arbeit gut gemacht.

□ **Was entscheidet letztlich über den Performanceerfolg eines Managers? Ist es die Long- oder die Short-Seite?**

Meistens bringt die Long-Seite mehr, weil die Aktienmärkte langfristig steigen. Das ist jedoch nur die halbe Wahrheit. Alle unsere Manager haben immer auch Short-Positionen. Warum? Weil es hier nicht um einzelne erfolgreiche Wetten geht, sondern um eine sinnvolle Portfoliokonstruktion. Long-Short-Aktienfondsmanager

passen die beiden Seiten je nach Marktsituation, Volatilität und Makroausblick an. Sie suchen jedoch in erster Linie über- und unterbewertete Aktien und plazieren sie dann auf der Long- oder der Short-Seite. Keiner unser Manager ist einmal nur Long, sonst wäre er ja auch ein Long-only-Fondsmanager.

□ **Wie beurteilen Sie heute die Aktienmärkte, mittel- und längerfristig? Befinden wir uns in einem Bärenmarkttrally?**  
Ja. Morgan Stanley hat neunzehn Bärenmärkte angeschaut und herausgefunden, dass ein Bärenmarkttrally durchschnittlich siebzehn Monate dauert und einen Zuegewinn von 72% bringt. Bis jetzt haben wir eine Aufwärtsbewegung von 42% in fünf Monaten hinter uns. Da ist also noch etwas Luft drin. Doch wir erwarten, dass wir in naher Zukunft in einen Seitwärtsmarkt mit einer Trading Range von bis zu 52% hineinlaufen. Er wird ungefähr bis 2012 dauern. Dann wird es wohl einen Buy-of-a-Generation-Markt geben. Bis dahin fährt man mit Long-Short-Aktienfonds wohl besser als mit Long-only-Fonds. Long-only-Fonds sind wie Mississippi-Dampfer, die unter Volldampf stur dem Flussverlauf folgen. Schlägt das Wetter wieder um, werden Long-Short-Aktienfonds dank Absicherung Gewinne ins Trockene bringen können. Long-Short-Aktienfonds wollen gerade nicht jedem Rally folgen, sondern setzen die Segel je nach Wind. Sie agieren vorsichtiger und sind dank 2008 auch sturmerprobt. 2008 war ein Stresstest für alle Anleger; viele unserer Long-Short-Aktienfonds haben sich als Seebären bewährt, und mancher Long-only-Fonds erwies sich als Süswassermatrose.

□ **Was raten Sie nun zu tun? Und wo sind regional die Schwergewichte zu legen?**

Wer auf Absicherung Wert legt, sollte sich auf Long-Short-Fonds in Europa konzentrieren. In den USA domizilierte Fonds lehnen wir ab, da die erdrückende Mehrheit von Betrugsfällen und unsauberem Geschäftsgebaren von amerikanischen Fonds verübt wurde. Wer mehr Aufwärtspotenzial möchte, aber auch Volatilität erträgt, fährt in Asien längerfristig besser.

□ **Kommen Long-Short-Fonds nur für erfahrene, risikofähige Anleger in Betracht?**

Unser Blue-Spring-Fonds zum Beispiel ist ein in der Schweiz domizilierter Dachfonds mit Vertriebsbewilligung der Finma. Die Minimumanlage beträgt 15 000 Fr. Der Schweizer Regulator glaubt also ausdrücklich, dass alle Anleger von der Absiche-

**Wir erwarten nun bis 2012 einen Seitwärtsmarkt mit einer Trading Range von bis zu 52%. Doch dann folgt ein «Buy of a Generation».**

rung von Long-Short-Aktienfonds profitieren können. Zudem sind diese liquide und haben 2008 gut überstanden. Wenn man schlechte Hedge-Funds-Meldungen hört, betrifft dies nie Long-Short-Aktienfonds, sondern illiquide Strategien.

□ **Welche Lehren ziehen Sie heute als Long-Short-Anlagespezialist aus der jüngsten Finanzmarktkrise?**

Das grösste Risiko geht erstaunlicherweise nicht von den geregelten Börsen aus, sondern von nichtregulierten und intransparenten Märkten, sogenannten Over-the-Counter-Transaktionen. Der Regulator täte gut daran, diese genauer unter die Lupe zu nehmen. Clevere Investoren haben immer die Tendenz, ihre Geschäfte ausserhalb des Rampenlichts zu machen. Daraus lässt sich grösserer Profit schlagen, jedoch sind die Risiken auch viel höher. Zudem wurden wir in unserer Meinung bestärkt, dass die Mehrheit der betrügerischen Geschäfte aus den Vereinigten Staaten kommt. Wir halten uns daher von amerikanischen Fonds fern.