

ZWISCHENMITTEILUNG

im zweiten Halbjahr 2008



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. Die ausstehenden 2,0 Mio. Stück Aktien sind am Regulierten Markt Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Frankfurt und München notiert. Der An- und Verkauf ist ebenfalls über Xetra, das elektronische Handelssystem der Deutschen Börse Group, möglich.

Mit der vorliegenden Zwischenmitteilung nach § 37 x WpHG berichtet die KREMLIN AG zugleich über den Bestand und die Zusammensetzung ihres Portfolios zum 31. Oktober 2008.

Trotz der im Lagebericht für das Geschäftsjahr 2007 geäußerten Befürchtungen hinsichtlich eines eher schwierigen Börsenjahres 2008 haben sich die dort dargelegten Einschätzungen zur voraussichtlichen Entwicklung als weitgehend unzutreffend erwiesen. Die akute Verschärfung der weltweiten Finanz- und Liquiditätskrise hat im Laufe des September und Oktober zu massiven Kurskorrekturen an sämtlichen internationalen Börsenplätzen und insbesondere am russischen Aktienmarkt geführt. Dies hat den Verlauf der Geschäftstätigkeit der KREMLIN AG in der Zeit vom 1. Mai bis zum heutigen Berichtstag stark negativ beeinflusst. Einzelheiten dazu finden sich in dieser Zwischenmitteilung.

KREMLIN AG

**Nordkanalstr. 52
20097 Hamburg**

E-Mail: info@kremlin-ag.de

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



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



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

1. Wirtschaftliche Entwicklung

Die wirtschaftliche Lage der KREMLIN AG wird im Wesentlichen von der Entwicklung der Wertpapiere ihres Portfoliobestandes beeinflusst. Allerdings wird die wirtschaftliche Entwicklung der KREMLIN AG nicht allein durch die Portfoliobestände, sondern zutreffender durch den Net Asset Value (NAV) pro Aktie oder auf Ebene der Gesellschaft dargestellt, da der NAV neben den Wertpapierbeständen noch die Bankguthaben und die Verbindlichkeiten der Gesellschaft berücksichtigt. Wie Sie aus der untenstehenden Depotentwicklung ersehen können, beträgt der NAV des Wertpapierportfolios zum 31. Oktober 2008 TEUR 3.950. Der NAV je Aktie ist von 5,22 EUR zum 1. Mai 2008 auf 2,02 EUR zum 31. Oktober 2008 gesunken.

Bei der Betrachtung des NAV ist zu berücksichtigen, dass der innere Wert des KREMLIN-

Wertpapierportfolios vom inneren Wert der KREMLIN-Aktie zu unterscheiden ist, da in die Berechnung des inneren Wertes einer Aktie sämtliche Aktiva und Passiva einfließen müssen und dieser Wert von weiteren Faktoren abhängt. 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.

Die Entwicklung des Depotwerts und des NAVs über die Monate zeigt nachfolgende Übersicht:

Zeitpunkt	Depotwert Mio. EUR	NAV je Aktie EUR
01. Mai 2008	10,284	5,22
31. Mai 2008	10,458	5,35
30. Jun 2008	9,658	4,84
31. Jul 2008	8,148	4,17
31. Aug 2008	7,332	3,76
30. Sep 2008	5,613	2,87
31. Okt 2008	3,950	2,02

Die von der Hauptversammlung der Gesellschaft am 27. Juni beschlossene Dividende in Höhe von EUR 0,40 je Aktie wurde am 30. Juni 2008 ausgeschüttet, was zu einer entsprechenden Minderung des NAV des Monats Juni im Vergleich zum Monat Mai führte.

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 und RTS-2, nicht regelmäßig gehandelt werden, ist nicht gewährleistet, dass sämtliche angegebenen Werte jederzeit realisiert werden können.

Die Fixkosten der Gesellschaft im Berichtszeitraum liegen in absoluten Zahlen auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums.



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Dagegen sind die variablen Kosten, die im Wesentlichen aus der von der Performance abhängigen Prämie des Asset Managers bestehen, stark zurückgegangen.

Im Halbjahresabschluss 2008 wurden Abschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von TEUR 253 vorgenommen.

2. Politische und wirtschaftspolitische Entwicklungen von Bedeutung für den russischen Aktienmarkt

Mai

Der Mai stand im Zeichen der Amtseinführung von Dmitry Medwedew als neuem Präsidenten. Große Bedeutung für die Investment-Community hatte natürlich auch die Regierungsbildung, die die Hoffnung auf eine zumindest stabile, wenn nicht sogar wirtschaftsfreundlichere Richtung bestärkte. Der Abgang des skandalumwitterten Telekommunikationsministers Reiman, die Ernennung des als liberal geltenden Igor Shuvalov zum stellvertretenden Ministerpräsidenten und die gestärkte Position von Finanzminister Kudrin, all das wird von den westlichen politischen Analysten als positiv eingeschätzt.

Auf wirtschaftlichem Gebiet setzten sich auch im Mai die Preissteigerungen auf breiter Front

fort. Ende Mai betrug die Rate für die letzten 12 Monate schon 15,5%, und für die ersten fünf Monate des Jahres 2008 schon 7,7%, so dass die von der Regierung prognostizierte Rate von 10,5% völlig unrealistisch erscheint.

Wesentlicher Grund für die aus dem Ruder laufende Preisentwicklung ist neben internationalen Einflussfaktoren wie hohen Energie- und Lebensmittelpreisen vor allem eine leichte Überhitzung des russischen produzierenden Gewerbes, die aufgrund der hohen Binnen- nachfrage entstanden ist. Auf Zwölfmonats- sicht konnte ein Produktionsanstieg um 10,7% vermeldet werden, was die Prognosen von einem Wachstum um die 8% für 2008 unter- mauert.

Juni

Der neue Präsident Dmitry Medwedew bezeichnete bei einem internationalen Wirtschaftsforum in Sankt Petersburg Anfang Juni Russland als Global Player und bekräftigte zudem die Ziele der russischen Regierung, in Russland ein wichtiges Finanzzentrum entstehen zu lassen und den Rubel als regionale Reservewährung aufzubauen. Angesichts des international nicht konkurrenzfähigen Finanzsektors des Landes erscheint dies jedoch als äußerst ehrgeizig. Ein Schritt in Richtung Finanzzentrum war jedoch die Erteilung einer Lizenz für eine Rohstoffbörse in St. Petersburg, an der zunächst Erdölprodukte und später Erdöl und weitere Rohstoffe in Rubel gehandelt werden sollen.

Im Juni spitzte sich der Machtkampf bei dem russisch-britischen Ölkonzern TNK-BP zu. Nachdem die russischen Partner BP mit Klagen drohten, rief der britische Konzern den Kreml zum Eingreifen auf. BP-Verwaltungsratschef Peter Sutherland bezichtigte die russischen Geschäftspartner räuberischer Methoden. Auf russischer Seite teilen sich die drei Oligarchen Michail Fridman, Leonard Blawatnik und Viktor Wechselberg die 50%-Beteiligung. Sie sind schon seit längerem in einem Streit mit BP, bei dem es nach ihrer Darstellung um die Unternehmensstrategie geht.



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Juli

Russlands Ministerpräsident Wladimir Putin ließ am 24. Juli mit der Einleitung einer Untersuchung wegen Steuerhinterziehung gegen den Hauptaktionär des Stahl- und Kohle-Konzerns Mechel, den Oligarchen Igor Zjusin, Erinnerungen an den Yukos-Fall aufleben. Die Folge waren Panikverkäufe vieler ohnehin nervöser Anleger. Die meisten Beobachter schließen zwar einen Vergleich mit der Yukos-Affäre aus, da bei Michail Chodorkovskijs Verhalten die politische Terminante vorzuherrschen schien. Letztlich geht es Sechin und Putin darum, die Schlüsselindustrien unter unmittelbarer Kuratel des russischen Staates zu haben, um so jegliche ausländische Einflussnahme auszuschließen.

August

Hatte im Juli Putins schwerer Angriff gegen den Haupteigner von Mechel bereits schweres Unheil am Finanzmarkt angerichtet, ließ Russland sich nun am Tag der Eröffnung der Olympischen Spiele in Peking durch den Überfall der georgischen Truppen auf die Hauptstadt der von Georgien abgefallenen Provinz Südossetien in ein bewaffnetes Abenteuer und letztlich in die Anerkennung von zwei separatistischen Regimes, Südossetien und Abchasien, ziehen. Die Strategen um Michael Saakaschwili in Tiflis hatten scheinbar darauf gesetzt, dass nach dem Präsidentenwechsel im Kreml ein gewisses Machtvakuum in der russi-

September

Wenn auch Putins Drohungen gegenüber Mechel und die kriegerischen Auseinandersetzungen zwischen Russland und Georgien die Situation zusätzlich verschärft haben, ist inzwischen auch dem letzten Marktteilnehmer klar geworden, dass die internationale Finanzkrise und die drohende Weltrezession die entscheidende Rolle für den Verfall an der russischen Börse spielt. Die Anhänger der Entkopplungstheorie sind eines Besseren belehrt worden,

Interessanterweise scheint die Situation im Gas- und Ölsektor inzwischen so weitgehend konsolidiert zu sein, dass der Konflikt zwischen den russischen und britischen Eignern von TNK-BP von Regierungsseite eher als nebensächlich angesehen wird.

Das trifft auf den Bergbau- und Metallsektor nicht zu. Hier kämpfen die verschiedensten Oligarchengruppierungen seit mehreren Monaten um Einfluss: die Hauptkampflinie verläuft um Norilsk Nickel, das Wladimir Potanin sich in den neunziger Jahren für niedrige Millionenbeträge „unter den Nagel reißen“ konnte.

schen Politik eintreten würde. Unterschätzt wurde dabei offensichtlich die geopolitische Bedeutung, die der Kaukasus für Russland seit Jahrhunderten spielt. Allerdings könnte der 8. August 2008 auch als der Tag in die Geschichte eingehen, an dem Russland den USA, denen man noch nach dem 11. September 2001 zur Seite gesprungen war und deren Weltmachtansprüche während des Irakkrieges man stillschweigend ignoriert hatte, die Freundschaft aufkündigte. Kurzfristig scheint daher eine politische Isolierung Russlands unvermeidbar zu sein.

weder die Emerging Markets im Allgemeinen noch Russland im Besonderen konnten sich den globalen Entwicklungen entziehen.

Dazu kam der Verdruss in Russland aus ungeahnter Richtung: Neben der Liquiditätskrise der Banken kam nach den ersten Abwärtsbewegungen eine Vertrauenskrise unter den Brokern. Nachdem das erste Brokerhaus KIT-Finance schon Mitte des Monats seinen Ver-



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



pflichtungen nicht mehr nachkommen konnte, trocknete der Handel zwischen den einzelnen Häusern praktisch total aus. Selbst der Einstieg des Oligarchen Prochorow bei Renaissance Capital konnte das verloren gegangene Ver-

trauen nicht wieder aufbauen. Margin-Calls gegenüber großen Adressen brachten dann das Kartenhaus zum Einsturz, der gesamte Markt steht vor einer Neubewertung.

Oktober

Der Oktober des Jahres 2008 ging in die Annalen der Weltgeschichte als Crash-Monat vergleichbar dem Oktober 1929 ein. Zwar sind die Auswirkungen des Tornados, der über die internationalen Finanzmärkte hinweg zog, noch nicht gänzlich abzusehen, aber allein die Werte, die an den Weltbörsen vernichtet wurden, gehen in die Billionen. Die Regierungen in Ost und West versuchten durch verschiedene Maßnahmen (Quasi-Verstaatlichung von Banken, Zinssenkungen, Liquiditätsspritzen etc.) den Zusammenbruch des Weltfinanzsystems zu verhindern, machen dabei nach Meinung etlicher Kritiker aber den Fehler, den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben, indem sie die Geldmenge immer weiter erhöhen.

Zwar kritisieren russische Regierungsstellen die amerikanische Politik als die Verantwortlichen für das gegenwärtige Desaster und verlangen

eine „neue“ Weltwirtschaftspolitik, deren Konturen allerdings in den bisher veröffentlichten Dokumenten nur äußerst schwammig daher kommen und sich in bloßem Anti-Amerikanismus erschöpfen.

Bei der eigenen Krisenbewältigung greifen die russischen verantwortlichen Stellen wie Regierung, Finanzministerium, Zentralbank und der Regulator für die Finanzmärkte allerdings zu den bewährten Mitteln, die auch schon von den Kollegen im Westen bemüht wurden: die größten Banken erhalten Liquiditätshilfen (USD 38 Mrd.), über die ehemalige Vneshekonombank werden russische Firmen, die Auslandsschulden nicht begleichen können gestützt (USD 50 Mrd.), und zur Stützung des russischen Bonds- und Aktienmarkts werden jeweils 6,5 Mrd. USD für dieses Jahr und nächstes Jahr zur Verfügung gestellt.

3. Der Aktienmarkt Mai bis Oktober 2008

Mai

Im Mai haussierte der russische Aktienmarkt, insbesondere die erste Reihe. Der RTS gewann 15,9%, einer der stärksten Monatsgewinne seit langem (ähnlich stark konnte der RTS zuletzt im April 2006 zulegen). Allerdings lag das Verlaufshoch des Indexes schon am 19. Mai bei fast 2.500 Punkten, um dann auf 2.459,88 Punkte am Monatsende zurückzufallen. In einem solchen Umfeld tun sich die Mid-

und Small Caps gewöhnlich schwerer: so auch dieses Mal, der RTS-2 als Index für die Mid Caps konnte sich vergleichsweise nur um mäßige 4,52% steigern. Gänzlich verschoben hat sich damit das Bild seit Jahresbeginn: der RTS konnte bis zum Mai 7,39% zulegen, während der RTS-2 mit -1,88% sogar im Minusbereich liegt.

Juni

Der Juni erwies sich als weit weniger spektakulär als der Vormonat, der noch starke Gewin-

ne wie lange nicht mehr gebracht hatte. Von den im Mai über 300 gewonnenen Punkten im



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



RTS mussten im Juni etwa 150 Punkte wieder abgegeben werden. Damit verlor der breite Marktindikator fast 7%. Mit diesem Ergebnis lag der RTS aber noch bedeutend besser als der S&P, der Dax oder der DJEuroStoxx.

Neben den Ölwerten, die im Mai besonders stark zugelegt hatten, litten im Juni besonders die Bankwerte, wobei die Sberbank-Aktie über 10% und die VTB fast 15% abgeben mussten.

Juli

Bis zur Putin-Attacke am 24. Juli galt der russische Markt bei Beobachtern als relativ sicherer Hafen in den Turbulenzen der internationalen Kreditmarktkrise. Doch danach wurden hier innerhalb kürzester Zeit Hunderte von Milliarden USD Marktkapitalisierung ausradiert.

In einer ersten Welle fiel der RTS auf 1.886 Punkte zurück, ehe er nach einer leichten Erholung mit 1.966,68 Punkten aus dem Monat schied. Damit betrug der Monatsverlust fast 15%, der Verlust seit dem Jahreshoch am

August

Ausgelöst durch die oben beschriebenen Ereignisse stand der russische Aktienmarkt erneut stark unter Druck. Die internationalen Investoren erhöhten die Risikoprämie, die sie in solchen Fällen vorsehen, dramatisch. Für den gesamten Monat gesehen musste der RTS noch einmal 16,36% abgeben, und das nach

September

Leider bewahrheitete sich unsere Arbeitshypothese aus dem letzten Monatsbericht, in der wir unterstellten, dass erst die Hälfte der Korrektur eines seit Mai 2008 eingetretenen Bärenmarktes abgearbeitet sei. Der russische

Oktober

Dieser Monat stellte mit seinem erdrutschartigen Preisverfall fast den August 1998 in den Schatten, als der russische Aktienmarkt im Ge-

Die Mid-Cap- und Small-Cap-Werte zeigten sich erneut weniger volatil als der breite Markt: der RTS-2 trat praktisch auf der Stelle und verlor nur 0,13%.

Damit sind auf YTD-Sicht wieder sämtliche Gewinne ausgelöscht: Der RTS liegt noch mit mageren 0,56% vorn, während der RTS-2 mit genau 2% im Minus steht.

19. Mai allerdings schon mehr als 23%. Am verheerendsten traf es natürlich die Aktie von Mechel selbst, die über 50% einbüßte, womit die Börsenpläne für die Ausgabe von Vorzugsaktien und die Ausgliederung des Mining-Segments ad acta gelegt werden mussten.

Leider konnten sich die Mid- und Small-Caps in dieser Situation auch nicht als stabiler erweisen, so verlor der Mid-Cap-Index RTS-2 ebenfalls etwa 15%.

Verlusten von 6,4% im Juni und 14,6% im Juli. Seit Jahresanfang belaufen sich die Abgaben auf insgesamt 28,18%. Leider sieht es im Mid-Cap-Bereich nicht besser aus: auch hier betrug der Monatsverlust im RTS-2 17,13%, und seit Beginn des Jahres notiert der Index 29% niedriger.

Aktienmarkt sah den katastrophalsten Monat seiner Existenz, mit -26,3%. Sowohl im RTS wie auch im RTS-2 verlor der Markt mehr als ein Viertel seiner Kapitalisierung, seit dem Anfang des Jahres sogar fast die Hälfte (47%).

folge des Defaults in der Spitze um 57,5% auf USD-Basis verlor. Dieses Mal waren es in der Spitze „nur“ 54,9%. Allerdings erholte sich der



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Markt in den letzten 5 Tagen wieder, so dass am Ende nur ein Verlust von 36,18% stand. Allerdings ist das nur ein schwacher Trost, vor allem wenn man bedenkt, dass der RTS-2 sich am Monatsende nicht so schnell erholte und mit einem Minus von 46,7% aus dem Markt ging. Und wenn man auf das YTD-Resultat schaut, dann fragt man sich, ob das wirklich stimmen kann: der RTS verlor Zweidrittel seines Werts vom Jahresanfang und der RTS-2 fast Dreiviertel.

Und wo man auch hinschaute, überall nur tiefstes Rot. Z.B. stürzte das ADR der Mining-Company Mechel vom Höchstkurs im Juni bei 58 USD auf 3,77 USD im Tief. Die Sberbank-Aktie, für die im Juli 2007 noch 4,42 USD ausgegeben wurden, kostete Ende Oktober 62

Cent – verkehrte Welt. Und die Lukoil-Aktie kostete am 27.10. in Deutschland mit 19,30 EUR soviel, wie sie auch schon im Januar 1997 gekostet hatte, mit dem Unterschied, dass damals der Barrel Öl nur etwa 15 EUR kostete, während er jetzt bei ungefähr 50 EUR steht.

Eines steht fest: mit Logik und Bewertungen kommt man in diesem Moment als Anleger nicht weiter. Die Krisenlogik ist eine andere, sie basiert auf Money-Flows und Margin-Calls. Und während von Letzterem häufig von Broker- und Bankenseite Gebrauch gemacht wird, kennen die Geldströme im Moment nur eine Richtung: raus aus den Emerging Markets und besonders natürlich Russland.

4. Das KREMLIN-Portfolio

4.1. Entwicklung

4.1.1. Small Cap Portfolio

Mai

In den letzten Tagen des Monats neigte die Aktie von Juzhuralnickel plötzlich etwas zur Schwäche, da einige Brokerhäuser den Wert von "Kaufen" auf "Halten" herabgestuft haben. Begründet wird die Herabstufung mit dem gefallenem Nickelpreis. Auf der anderen Seite entwickelten sich aber unsere Düngemittelwerte ganz außerordentlich gut, so dass wir den Verlust wieder auffangen konnten. Herausragend gut schlug sich die Aktie von Kuybishev Azot, die über 50% im Zusammenhang

mit IPO-Gerüchten zulegen konnte. Aber auch Ammofos (+19%), Dorogobuzh-Stämme (+10%) und Dorogobuzh-Vorzüge (+5%) entwickelten sich positiv. Insgesamt konnte unser Small-Cap-Depot den Mai ausgeglichen gestalten, was natürlich in diesem Monat nicht mit den Ergebnissen des Gesamtmarktes konkurrieren kann. Allerdings liegen wir auf YTD-Sicht mit einer Performance von 16,32% immer noch erheblich besser als der RTS (+7,39%) oder der RTS-2 (-1,88%).

Juni

Erneut war einer unserer Werte von einem unattraktiven Übernahmeangebot betroffen: dieses Mal traf es die Aktie von Ammofos. Nachdem der Düngemittelhersteller in den letzten sechs Monaten seinen Kurs mehr als verdoppelt hatte, traten die Mehrheitsaktionäre

mit einem Rückkaufangebot, das weit unter dem Marktpreis lag, auf die Bremse. Bei einem Kurs von 250 USD trat die nicht gerade gut beleumundete Muttergesellschaft PhosAgro mit einem „freiwilligen“ Übernahmeangebot in Höhe von lediglich 70 USD auf



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



den Plan. Die Absicht ist überdeutlich: Die Minderheitsaktionäre, die nur knapp über 5% der Aktien halten, sollen zur Aufgabe gezwungen werden. Da aber einige andere Werte sich überaus positiv schlugen (Juzhuralnickel +13%, Dorogobuzh +11%, Korshunovski GOK +10%, IBS +10% und Bashkirneftepro-

dukt VZ +9%), konnte der Gesamtwert des Small-Cap-Portfolio quasi unverändert gehalten werden (-0,25%). Auf Jahresbasis liegt das Depot mit 16,08% auf USD-Basis und 9,58% auf Euro-Basis erheblich besser als die vergleichbaren Indices.

Juli

Der Juli war ein desaströser Monat für unser Portfolio: wir mussten immerhin 2,2 Mio. USD oder 16,2% abschreiben, einen so hohen Monatsverlust haben wir zuletzt im Jahr 2000 verzeichnen müssen. Auf breiter Front gaben unsere bisherigen Favoriten einen Großteil ihrer bisherigen Gewinne wieder ab und gerieten sogar in die Verlustzone: Ammofos (-40%), Juzhny Kuzbass (-35%), Chelyabinsk

Zink (-32%) litten am stärksten, nur eine Aktie hatte keine Verluste zu verzeichnen: aufgrund starker Nachfrage konnten die Vorzüge von Dorogobuzh um 18% zulegen. Auf Jahresbasis liegt das Depot mit -0,68% auf USD-Basis und -6,38% auf Euro-Basis aber immer noch erheblich besser als die vergleichbaren Indices (RTS -14,12% und RTS-2 -14,32%).

August

Bei dem katastrophalen Umfeld verwundert es nicht, dass auch unser Small-Cap-Portfolio erneut stark korrigieren musste und mit um 1,7 Mio. USD weniger Wert aus dem Monat ging. Das entspricht einem Verlust von 14,9% auf USD-Basis. Auf breiter Front gaben unsere bisherigen Favoriten weiter einen Großteil ihrer bisherigen Gewinne wieder ab und gerieten sogar in die Verlustzone: Dorogobuzh

(-29%), Juzhny Kuzbass (-27%), Korshunovsky GOK (-16%) litten am stärksten, nur eine Aktie hatte keine Verluste zu verzeichnen: aufgrund des starken Vormonatsverlusts konnte die Aktie von Ammofos um 7,4% zulegen. Auf Jahresbasis liegt das Depot mit -13,63% auf USD-Basis und -18,54% auf Euro-Basis aber immer noch erheblich besser als die vergleichbaren Indices (RTS -28,18% und RTS-2 -29%).

September

Leider konnte sich unser Small-Cap-Depot der allgemeinen Panik nicht entziehen, auch wenn es sich im August noch relativ achtsam geschlagen hatte. Dieses Mal ging es querbeet nach unten: Die Verluste lagen zwischen 3% bei den Dorogobuzh-Stämmen und über 53% bei den Vorzügen von Dorogobuzh. Die meisten Kurse sind aber wenig aussagekräftig, weil sie in der Panik der letzten Tage des Monats zustande gekommen sind. Auch hier gilt, dass

sich erst der Staub legen muss, ehe wir eine reelle Bestandsaufnahme machen können.

Im Ergebnis verlor das Depot 27,87% im Vergleich zum August, etwas mehr als der RTS mit 26,33%. Auf Jahresanfangssicht liegen wir mit einem Minus von 34% allerdings bedeutend besser als der RTS, der 47,09% verlor, und als der RTS-2, der 47,7% abgab.



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Oktober

Fast erübrigt sich eine gesonderte Betrachtung der Entwicklung im KREMLIN-Small-Cap-Depot, da mit der allgemeinen Beschreibung der Situation im russischen Aktienmarkt eigentlich schon alles gesagt ist. Im Ergebnis verlor unser Depot auf USD-Basis 39% und lag damit zwischen den Verlusten im RTS und im RTS-2. Dadurch, dass wir in unseren Auswertungen zu Geldpreisen oder realen Trades bilanzieren und die Geld-Brief-Spannen unter diesen Verhältnissen extrem weit auseinander gelaufen sind, belaufen sich die Verluste im

Extremfall sogar auf 90%. Nicht ein einziger Wert lag im positiven Bereich.

Allerdings gelang es uns, unsere Position in Ammofos an den Großaktionär zu verkaufen, und das sogar über dem Marktpreis. Der Verkauf wurde notwendig, weil Phosagro inzwischen mehr als 95% der Aktien von Ammofos akkumuliert hatte und mit einem Zwangs-Squeeze-Out drohte.

4.1.2. Opportunity Portfolio

Mai

Der ukrainische Aktienindex PFTS konnte zwar im Laufe des Mai in einer technischen Gegenbewegung zu den gravierenden Verlusten der beiden Vormonate mit einem Plus von 6,7% Boden gutmachen, bleibt aber mit einem Rückgang von 22,3% seit Jahresanfang gegenwärtig tief in der Verlustzone. Unser Starperformer MotorSich konnte jedoch mit einem Plus von 17,9% im Mai überdurchschnittlich zulegen. Auch der Versorger Zahidenergo performte mit +8,4% besser als der Index. Der Milchproduzent Krementchuk zeigte sich mit +4,08% ebenfalls gut behauptet. Dniprooblenergo konnte mit +2,4% leicht zulegen, bleibt aber wie der Röhrenhersteller Khartsisk Tube Works (-3,2%) in der Gesamtpformance weiter enttäuschend.

Unter den kasachischen Aktien bleibt Oriel Ressources weiterhin unser bester Wert. Zu den Details der angekündigten Übernahme durch Mechel werden derzeit Gespräche mit dem Management und den Großaktionären geführt. Steppe Cement zeigte sich im Mai weiterhin volatil, konnte den Monat aber mit einem Plus von 5,09% beenden. Max Petroleum ist weiterhin in einer Seitwärtsbewegung mit leicht ansteigender Tendenz: Hier steht im Mai ein Plus von 3,5% zu Buche. European Minerals konnte die kräftigen Kursverluste in Folge der Ankündigung der Übernahme von Lero Gold in einer Gegenbewegung mit +21,9% fast komplett wieder wettmachen.

Juni

Der Ausverkauf an der ukrainischen Börse ging auch im Juni weiter, der Aktienindex PFTS verlor im Juni 15,9% und hat damit seit Jahresanfang insgesamt 34,6% eingebüßt. Auch in der Ukraine beweist sich aber, dass es in stürmischen Zeiten gut ist, neben Bluechips auch in weniger liquide Werte abseits der ersten Reihe investiert zu sein. So gab unser

Ukraine-Gesamtportfolio nur 7,4% ab und liegt auf Jahresbasis noch immer mit gut 18% im Plus. Während MotorSich und Krementchuk Milk Plant sich weiterhin gut behaupten, bleiben Dniprooblenergo und Khartsisk Tube Works in der Gesamtpformance sehr enttäuschend.



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Unter den kasachischen Aktien bleibt Oriel Ressources weiterhin unser bester Wert, Neuigkeiten zu der geplanten Übernahme durch Mechel gibt es aber derzeit noch nicht.

Juli

Der ukrainische Aktienindex PFTS hat sich im Juli bei etwa 650 Punkten eingependelt und dort – allerdings bei äußerst schwachen Umsätzen – offenbar einen Boden gefunden. Insgesamt hat der Index seit Jahresanfang 44,2% eingebüßt und ist damit auf den Stand von Februar 2007 zurückgefallen.

Wir gehen davon aus, dass sich der PFTS entsprechend der volatilen internationalen Aktienmärkte verhalten und vorerst um diese Marke bewegen wird. In der Einzelbetrachtung

August

Ausgelöst durch den Kaukasus-Konflikt verbreitete sich im August Unsicherheit über eine mögliche Konfrontation zwischen der Ukraine und Russland.

Der ukrainische Aktienindex PFTS stürzte um 16,6% und fand erst bei der 500-Punkte-Marke den Boden. Insgesamt hat der Index seit Jahresanfang 54% eingebüßt und ist damit auf den Stand von Mitte Januar 2007 zurückgefallen. Bis auf Kremenchuk Milk Plant waren

September

Zusätzlich zu den politischen Wirren und der Unsicherheit über eine mögliche Konfrontation zwischen der Ukraine und Russland machte sich die Finanzkrise an der ukrainischen Börse mit noch größerer Wucht als in Russland bemerkbar.

Der Aktienindex PFTS stürzte um mehr als 30% und hat damit seit Jahresanfang insgesamt 69% eingebüßt. Die fünf Positionen in unserem Portfolio waren sämtlich von diesem Ein-

bruch betroffen und notieren zwischen 20% und 45% im Minus.

Steppe Cement konnte im Juni weitere knapp 9% zulegen. European Minerals und Max Petroleum dagegen wurden von Investoren im Juni erneut abgestraft und verloren kräftig.

bleiben MotorSich und insbesondere Kremenchuk Milk Plant behauptet, Dniprooblenergo und Khartsisk Tube Works in der Gesamtperformance sehr enttäuschend und Zahidenergo leicht im Minus.

Unter den kasachischen Aktien bleibt Oriel Ressources trotz des Desasters um den Mutterkonzern Mechel stabil. Steppe Cement mussten die im Juni gezeigten Kursgewinne wieder abgeben. European Minerals und Max Petroleum bleiben in der Verlustzone.

alle unsere Werte von dieser Korrektur betroffen und notieren im Minus.

Unter den kasachischen Aktien gab es keine nennenswerte Veränderung. Für Oriel Ressources liegt ein Angebot des Mutterkonzerns Mechel an die Minderheitsaktionäre in Höhe von 2,21 USD je Aktie vor; gegenüber unserem Kaufkurs bedeutet dies eine Prämie von 105%.

Auch für unsere kasachischen Aktien gab es in der internationalen Abwärtsspirale keinen Ausweg. Unser kasachischer Bauwert Steppe Cement führt die Liste mit einem Verlust von 48% an. Lediglich Oriel Ressources bleibt durch die Übernahme des Mutterkonzerns Mechel mit einer Prämie von mehr als 100% auf unseren Kaufkurs ein Lichtblick.



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



Oktober

Auf Basis der ukrainischen Landeswährung (Griwna) gab der PFTS im Oktober um 48,89% nach. Auch unsere Werte blieben vom heftigen „Oktobergewitter“ am ukrainischen Markt nicht verschont. Die ukrainischen Aktien des Opportunity Portfolios haben in diesem turbulenten Monat zwischen 24,5% und 79,8% an Wert verloren. Allerdings sind die Verluste des ukrainischen Teilportfolios in diesem Monat nicht ausschließlich auf die sinkenden Aktienkurse am ukrainischen Aktienmarkt zurückzuführen. Denn unter der Berücksichtigung der Wechselkurse ist im Oktober noch der Abwertungsdruck auf die

ukrainische Landeswährung hinzugekommen: Bekam man am 30.09. für eine Griwna noch 0,1972 US-Dollar, so ist sie Ende Oktober nur noch 0,1711 US-Dollar wert.

Ähnliche Kursrückschläge mussten auch unsere kasachischen Werte hinnehmen. Der Kursverlust der Orsu Metals Corp. fiel im Oktober mit 77% im Vergleich zu anderen kasachischen Werten überdurchschnittlich hoch aus. Aber auch die anderen kasachischen Aktien des Portfolios haben in diesem Monat zwischen 44% und 52% eingebüßt.

4.1.3. Large Cap Portfolio

Mai

Die gute Entwicklung des RTS war vor allem von den Schwergewichten des Index und damit von den meisten unserer Blue Chips getrieben. Den Anstoß für die Hausse hatte die von Ministerpräsident Putin eingeläutete Änderung in der Besteuerungspolitik der Gas- und Ölindustrie gegeben. Der Erschließung von neuen

Ölfeldern, der Innovation auf dem Gebiet neuer Fördertechniken etc. soll mit Steueranreizen der Boden bereitet werden, was die Kurse dieses Sektors in die Höhe schießen ließ. So gewannen etwa Lukoil, Rosneft, Tatneft und Surgutneftegaz alle weit über 20%, während Gazprom mit dem Index stieg.

Juni

Nach der kurzen, aber kräftigen Mai-Hausse vor allem der Ölwerte in unserem Blue Chip-Portfolio – ausgelöst durch die Ankündigung der Senkung der Ölexplorationssteuer durch die Regierung (wir berichteten) – waren es vor allem diese Werte, die von ihren Gewinnen am meisten abgaben. Während Gazprom mit -4,5% noch vergleichsweise glimpflich davorkam, gaben Lukoil, Rosneft, Surgutneftegaz, Tatneft und Transneft zwischen 6 und 11% ab.

Kräftigster Verlierer auf Monatsbasis war jedoch die Aktie von Norilsk Nickel aufgrund der weiterhin schwebenden Kontroversen und dadurch ausgelösten Unsicherheiten bezüglich der im Raum stehenden Übernahme. Wider den allgemeinen Trend zulegen konnten die Stammaktien von Rostelecom mit einem Plus von 5,82%. Insgesamt verlor unser Blue Chip-Portfolio 6,78% und damit etwas weniger als der marktbreitere RTS.

Juli

Auch unsere Blue Chips gaben entsprechend dem Markttrend auf breiter Front kräftig nach

und liegen auf Monatsbasis sämtlichst im Minus: Am stärksten traf es Gazprom, Norilsk



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008

KREMLIN



Nickel, Lukoil sowie Rostelekom Vz, die zwischen 15% und in der Spitze 25% abgeben mussten. Verhältnismäßig stabil blieben dage-

gen die Aktien von Rostelekom St. (-0,8%) und MTS (-3%).

August

Entsprechend dem Markttrend korrigierten die Werte des Large Cap Portfolios erneut auf breiter Front. Vor allem traf es die Öl- und Gaswerte Gazprom, Rosneft, Surgutneftegaz

und Transneft, die zwischen 16% und in der Spitze 19% abgeben mussten. Am besten hielt sich noch die Aktie von Lukoil mit einem vergleichsweise geringen Minus von 9%.

September

Auch im September waren es die Öl- und Gaswerte, die von den Verwerfungen am Aktienmarkt auf breiter Front betroffen waren. Am stärksten traf es Gazprom, Rosneft, Surgutneftegaz und Transneft, die zwischen

20% und in der Spitze 25% verloren. Noch härter traf es Rostelecom und Uralsvyazinform, die 37% bzw. 42% abgeben mussten. Über alle Werte gesehen liegt das Blue Chip-Portfolio auf Monatsbasis mit 26,7% im Minus.

Oktober

Der Leitindex RTS, den wir als Benchmark zu unseren Blue Chips heranziehen, verlor im Oktober knapp 35%. Insgesamt entwickelte sich das Large Cap Portfolio in diesem schlechten Umfeld mit einem Verlust von 34,09% nur unwesentlich besser als der Vergleichsindex. Die höchsten Kursverluste im Oktober weisen der Pipeline-Betreiber Transneft mit einem Minus von 65,64% und der Gas- und Ölförderkonzern Tatneft mit einem

Minus von 57,26% auf. Die im RTS mit jeweils 15% relativ hoch gewichteten Unternehmen Lukoil und Gazprom schnitten im Oktober mit Kursverlusten von jeweils geringfügig über 35% etwas schlechter als der RTS ab. Entgegen dem allgemeinen Trend konnten sich die Stammaktien der Surgutneftegaz mit einem Kursgewinn von 24,53% und die Stämme von Rostelecom mit einem leichten Plus von 14,48% im Portfolio positiv behaupten.



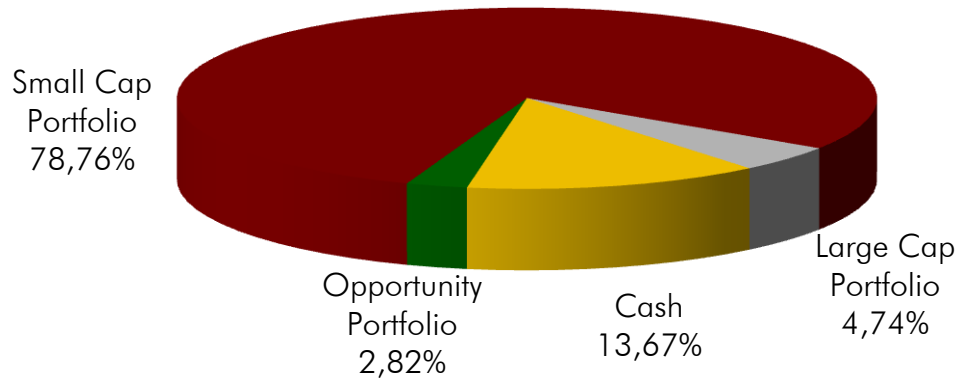
Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008

KREMLIN

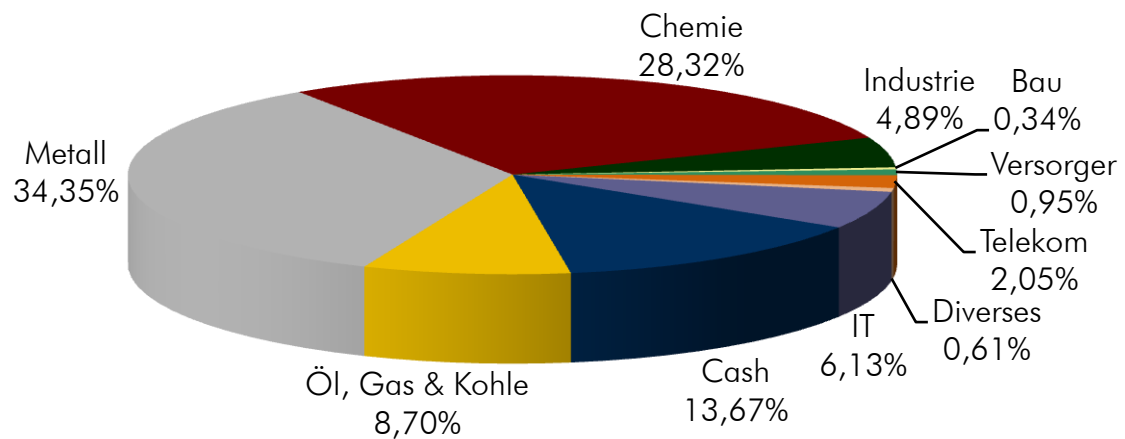


4.2. KREMLIN-Depot zum 31. Oktober 2008 (NAV 3.950 TEUR)

4.2.1. Nach Arten



4.2.2. Nach Branchen



4.2.3. Die zehn größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 31.10.2008	
Juzhuralnickel	18,60%
Korshunovski GOK	12,76%
Bashkir Nefteprodukt VZ	9,53%
Dorogobuzh St.	8,49%
Kuibyshev Azot	6,16%
IBS Holding	4,24%
MASZ	3,99%
Juzhny Kuzbass	2,35%
Altainefteprodukt VZ	1,97%
OAO Sitronics	1,88%



5. Wechselkursrisiken

Die Anlage in Wertpapieren erfolgt im russischen und in geringem Maße kasachischen und ukrainischen Währungsraum. Da allerdings die Mehrzahl der von uns gehaltenen Aktien über den RTS und somit in US-Dollar gehandelt wird, stellt die Parität des US-Dollar zum Euro den größten Einflussfaktor auf die Entwicklung des KREMLIN-Portfolios dar.

6. Bestandsgefährdende Risiken

Die Gesellschaft hat entsprechend der gesetzlichen Vorgaben ein Risikomanagement implementiert und im Rahmen dessen einfache und bestandsgefährdende Risiken identifiziert. Die derzeitige massive Finanzkrise, ausgelöst durch eine Kreditkrise und eine Vertrauenskrise der Banken untereinander, sowie ihre zu erwartenden Auswirkungen auf die Realwirtschaft waren als solche Risiken nicht identifiziert worden. Sie haben auch die weit überwiegende Mehrheit der Experten überrascht.

Für die Gesellschaft resultiert aus dieser Krise neben den allgemeinen Risiken der Aktienkurs- und Wechselkursentwicklung das Risiko des Verfalls der Handelbarkeit der von ihr gehaltenen Aktien an den Börsen. Ein solcher Verfall hat sich in den Monaten September und Oktober 2008 und auch bei Aktienwerten einges-

Der USD hat im Zeitraum Mai bis Oktober mit seiner langfristigen Abwertungstendenz gegenüber dem Euro gebrochen und um ca. 17% an Wert gewonnen. Die Parität des Rubel gegenüber dem Euro war im Berichtszeitraum ebenfalls relativ stark und hat sich um über 5% verbessert.

tellt, deren Geschäftsaktivitäten sich derzeit wirtschaftlich normal, jedenfalls nicht existenzgefährdend entwickeln.

Unmittelbar nach Auftreten der ersten Anzeichen im Beginn des zweiten Halbjahres 2008 hat die Gesellschaft sich intensiv mit den Auswirkungen auf ihr Vermögen, ihre Finanzen und ihre Ertragslage beschäftigt. Dabei wurden Szenarien der Risikominimierung in den Beständen und der finanziellen Ausstattung entwickelt. Der Gesellschaft kommt dabei zugute, dass Sie ausschließlich mit Eigenkapital finanziert ist und sich negative Leverage-Effekte nicht einstellen. Zwangsverkäufe sind daher für die KREMLIN AG im Unterschied zu vielen Marktteilnehmern grundsätzlich nicht erforderlich.

7. Voraussagen für die kommenden Monate

Wir gehen für das restliche Geschäftsjahr 2008 nach wie vor von einem sehr schwierigen Kapitalmarktumfeld aus. Die Volatilitäten werden aus unserer Sicht bis in das Geschäftsjahr 2009 sehr hoch bleiben. Eine nachhaltige Erholung der Aktienmärkte, in denen die KREMLIN AG investiert ist, ist kurzfristig nicht in Sicht.

Für die Einschätzung der mittel- bis langfristigen Entwicklung in Russland bieten sich 3 Szenarien an. Im Worst-Case-Szenario, dem wir eine Wahrscheinlichkeit von 20% zubilligen, sehen wir eine längere schwere Depression auf die Weltwirtschaft zukommen, die zu extrem niedrigen Commodity-Preisen führt und Russland in eine wirtschaftliche und politische Krise zwingt, die zu einem autoritären Regime mit Staatskapitalismus führt, in dem es für Börsen



Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2008



und Aktienmarkt keinen oder nur einen marginalen Platz gibt.

Das Best-Case-Szenario wiederum (mit einer Wahrscheinlichkeit von 30%) geht davon aus, dass die russische Elite die Warnsignale verstanden hat und sich in Zukunft nicht so sehr auf den Kapitalexport ins Ausland konzentriert, sondern die nötigen Reformen des russischen Gemeinwesens (Justizreform, Kampf gegen die Korruption, Stärkung der Demokratie etc.) beginnt. Dazu müsste der Ölpreis im Schnitt der nächsten Monate über 60 USD liegen, um die Reformen finanzierbar zu machen. In diesem Fall bleibt Russland durch Wachstumsraten von über 6% auch für das ausländische Kapital attraktiv, und der Aktienmarkt hat im Oktober seine Tiefs gesehen und klettert kontinuierlich nach oben. Unter diesen Voraussetzungen können die alten Hochs vielleicht in 18 bis 24 Monaten wieder erreicht werden, um dann zu neuen Höhen zu führen.

Im wahrscheinlichsten Szenario (50%) sehen wir im Westen 2 bis 4 Quartale, die durch eine Rezession gekennzeichnet sind und die jetzt erreichten niedrigen Commodity-Preise nicht weiter in den Keller treiben. Die Währungsreserven des russischen Staates reichen in diesem Fall insgesamt aus, um den wirtschaftlichen Abschwung abzufedern und sozia-

le Unruhen zu verhindern. Das Wachstum geht zwar zurück, aber kann insgesamt auf hohem Niveau erhalten bleiben. Wahrscheinlich ist das gesamte Ausmaß des notwendigen Deleveraging (international) noch gar nicht absehbar, so dass wir nach einer Erholung der Märkte noch einmal tiefer in den Keller müssen, ehe die endgültige Gesundung eintreten kann. In diesem Fall ist vom jetzigen Niveau mit Kursanstiegen (vor allen bei den Blue Chips) zu rechnen, die dann im Frühjahr/Sommer nächsten Jahres auslaufen und zu neuen Tiefstständen für den RTS im Bereich 200 bis 400 Punkten führen. Es wird dann drei bis fünf Jahre dauern, bis die im Mai 2008 erreichten Höchststände wieder erreicht werden.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft, die sich in der negativen Entwicklung des NAV bis zum 31.10.2008 widerspiegelt, wird nach derzeitigem Stand dazu führen, dass die Gesellschaft in dem nach den Vorschriften des HGB aufzustellenden Jahresabschluss zum 31.12.2008 einen deutlichen Jahresfehlbetrag ausweisen wird. Zu der Entwicklung in den noch verbleibenden gut sechs Wochen bis zu diesem Bilanzstichtag können keine Ausführungen gemacht werden.

Hamburg, den 10. November 2008



Axel Pothorn

Vorstand