

# «Viel Wachstumspotenzial»

FONDSMANAGER-INTERVIEW ELENA V. OGRAM BB Silk Road Opportunities – Seidenstrassen-Anlagen

□ Frau Ogram, vor etwa einem Jahr hat Bellevue Asset Management den Fund Silk Road Opportunities für Investitionen entlang der Seidenstrasse lanciert. Welche Motive lagen der Lancierung zugrunde? Wir sind der Überzeugung, dass mit dem Wachstum der Wirtschafts- und Handelskooperationen zwischen den grossen Emerging Markets wie China, Indien und Russland vermehrt auch ihre kleineren Nachbarn profitieren – vergleichbar mit den Auswirkungen vor Hunderten von Jahren entlang der historischen Seidenstrasse. Wir konnten in letzter Zeit feststellen, dass Länder wie China, Russland, Indien oder Kasachstan vermehrt die wirtschaftliche Zusammenarbeit mit geografisch nahen Emerging Markets anstreben. Laut der United Nations Conference on Trade and Development hat sich der Anteil an Import- und Exporthandel innerhalb asiatischer Emerging Markets von 31% im Jahr 1980 auf 52% für 2008 erhöht. Im Vergleich dazu ist der Anteil der G-7-Staaten von 52 auf 30% gesunken.

□ Wissen die Investoren überhaupt, worum es sich bei der Seidenstrasse handelt und welche Bedeutung ihr zukam? Die Mehrheit der Anleger ist sich der Bedeutung der Seidenstrasse für die Entwicklung der eurasischen Wirtschaft bewusst. Dieses historische – etwa 300 vor Christus gegründete – und weitläufige Netzwerk von miteinander verbundenen Handelsrouten förderte einerseits den Austausch von Gütern wie Stoffen, Gewürzen, Medizin, Parfüm, Edelsteinen, Keramik oder Pelzen, andererseits die Verbreitung von Wissen, Technologie, Kultur, Religion, leider auch von Krankheiten.

□ Sie unterscheiden zwischen der historischen und der neuen Seidenstrasse. Wo liegen die Unterschiede? Geografisch sehen wir keinen Unterschied. Dafür unterscheiden sich die politischen, kulturellen, wirtschaftlichen und sozialen Hintergründe der Länder in dieser Region heute stärker, was die Komplexität von Anlageentscheidungen erhöht. Hinzu kommt, dass die Bedeutung der heutigen Seidenstrasse nicht mehr nur im Handel liegt. Die wirtschaftliche Zusammenarbeit hat sich weiterentwickelt und umfasst Kapitalaustausch, Migration von Arbeitskräften und gemeinsame Infrastruktur- sowie Produktionsprojekte.

□ Rechtfertigen das wirtschaftliche Potenzial und die Anzahl der in der Region ansässigen Unternehmen die Gründung eines eigenen Anlagefonds? Absolut. In der Region leben 50% der Weltbevölkerung, zugleich ist sie jung und im Wachstum begriffen. Denken Sie bloss an die Grösse des Marktes. Zusätzlich ist sie reich an Ressourcen: Etwa 75% des Gas- und 70% des Ölvorkommens befinden sich in diesem Gebiet. Auch haben viele der Staaten die Finanzkrise verhältnismässig gut bewältigt, einige wiesen sogar ein Wirtschaftswachstum auf – zum Beispiel China oder Indien. Die Region ist ein Nettoanbieter von Kapital und verfügt heute über 50% der globalen Devisenreserven. Letztlich ist die Zone über Sektoren und Länder breit diversifiziert und umfasst eine Fülle liquider Anlageideen.

□ Welches wirtschaftliche Potenzial prognostizieren Sie der Region für die nächsten drei bis fünf Jahre? Wir erwarten ein starkes Wachstum. Die Schätzungen für die nächsten drei bis fünf Jahre variieren zwischen 7 und 8%. Das wird nicht nur von den einschlägigen Grossmächten China und Indien ausgehen. Auch kleinere Staaten wie die Mongolei, Bangladesch oder Sri Lanka, die bisher nicht von Urbanisierungs- und Industrialisierungstrends profitiert haben, dürften dazu beitragen. Gerade ihnen bieten sich nun ausgezeichnete Aufholmöglichkeiten.

□ Ist die Seidenstrassen-Region ebenfalls von der Staatsschuldenkrise betroffen? Alle Staaten, in die wir gegenwärtig investieren, befinden sich in einer vergleichsweise gesunden finanziellen Lage. Im Durchschnitt liegen die öffentlichen Schulden im Verhältnis zum BIP unter 50%. Mit einer Quote von 59% bildet Indien die einzige Ausnahme. Das ist im Ver-



Elena V. Ogram: «Fokus liegt auf China, Russland, Indien und der Türkei.»

gleich zur Eurozone und zu den Vereinigten Staaten mit Kennzahlen von über 80% überaus moderat. Indes finden sich auch Beispiele entlang der Seidenstrasse, wie Pakistan oder Dubai, die mit Verschuldungsproblematik zu kämpfen haben.

□ Und die politischen Risiken? Politische Risiken sind immer gegenwärtig. Die wenigsten Länder der Region repräsentieren Demokratien nach westlichem Verständnis. Viele Staaten schneiden in Bezug auf Korruption und Transparenz unbefriedigend ab – Russland zum Beispiel liegt auf Rang 146 von 180 durch Transparency International bewerteten Ländern. Kleinere Staaten werden von Zeit zu Zeit von politischen Unruhen heimgesucht, was wie unlängst in Kirgisistan zu einem Führungswechsel führen kann. Wir sind uns der Risiken sehr wohl bewusst. Trotzdem steht für uns als Langzeitinvestoren die gesamte Stabilität des politischen Systems im Vordergrund – und die betrachten wir heute als gegeben.

**Die Seidenstrassen-Region ist ein Nettoanbieter von Kapital und verfügt heute über 50% der globalen Devisenreserven.**

□ Handelt es sich bei Ihrem Fonds um ein Emerging-Markets-Produkt? In Bezug auf den empfohlenen Investmenthorizont von fünf bis sieben Jahren sowie den Risikoausschluss macht dies den Anschein. Ja, es ist ein Schwellenländerprodukt. Der Fonds stellt ein ergänzendes Engagement zu traditionellen Bric- oder MSCI-Global-Beteiligungen dar und entwickelt sich zusammen mit der Region.

□ Ergeben sich spezielle Herausforderungen für die Fondsmanager? Wir haben zwei grosse Herausforderungen. Die erste entsteht durch das geografisch grosse Anlagegebiet des Fonds. Einerseits steigen dadurch die Möglichkeiten der Diversifikation, andererseits aber erhöhen Grösse und Diversität dieses Anlagegebiets die Komplexität notwendiger Analysearbeiten und Investitionsentscheide. Zweitens sind aufstrebende Märkte von Natur aus mit höheren Risiken verbunden. Auch gering voneinander abhängige Anlageklassen können im Falle grosser Risikoaversion verstärkt miteinander korrelieren.

□ Sind die Standards der einheimischen Börsen in Bezug auf Liquidität, Transparenz und das regulatorische System vergleichbar mit unseren? Liquidität, Transparenz und regulatorische Rahmenbedingungen weisen regionale Unterschiede auf. Der Fonds zielt auf die liquidesten und besser regulierten Märkte ab. Viele Unternehmen aus Russland, Kasachstan, Zentralasien und Indien

## Seidenstrasse

Investieren entlang der **historischen Seidenstrasse** – so lautet das Thema des BB Silk Road Opportunities Fund. Er investiert in Aktien von Unternehmen aus den **aufstrebenden Ländern Zentralasiens und Osteuropas**. Die historische Seidenstrasse, die 300 vor Christus entstand, umfasst Länder wie China, die Mongolei, Indien, Russland, Turkmenistan, Kasachstan und die Türkei. Der von **Elena Ogram** verwaltete Aktienfonds erlaubt, am Wachstum von kleinen Frontier Markets, die von ihren grossen Nachbarn profitieren werden, zu partizipieren. In dieser Region leben heute **50% der Weltbevölkerung**, zugleich ist sie jung und wachstumsstark. **FS**

sind zudem teilweise zweifach kotiert, sowohl lokal als auch über Aktienzertifikate an westlichen Börsen. Daher müssen sie den gängigen Offenlegungsvorschriften nachkommen.

□ Fast 60% der Investments des Fonds entfallen auf China und Russland. Wieso diese Gewichtung? Der Fonds ist daran, sein Profil in der Region zu entwickeln, und legt seinen Fokus daher auf die liquiden und besser regulierten Märkte Chinas, Russlands, Indiens und der Türkei. Mit der Weiterentwicklung der Region evaluieren wir neue Anlagemöglichkeiten in Ländern wie Kasachstan, der Mongolei, Bangladesch oder Pakistan. Gegenwärtig entfallen etwa 80% der Investments auf die vier stärker entwickelten Staaten. Mit der Zeit soll ihr Anteil auf unter 50% gesenkt werden zugunsten von Engagements in weiteren Staaten. Ausserdem überschneiden sich die investierten Sektoren und Unternehmen nur geringfügig mit existierenden Länderindizes und sind daher weitgehend komplementär.

□ In welchen Sektoren sind Sie hauptsächlich investiert? Wir bevorzugen unterbewertete Konsum- und Technologietitel in China. Daneben zielen wir auf Sektoren ab, die strukturellen Reformen unterzogen werden, wie Russlands Festnetztelefonie und Energiewerte.

□ Beschreiben Sie doch eine typische Anlage des Fonds. China Green, ein führender Produzent von Früchten und Gemüse für den Export und den heimischen Markt, veranschaulicht unser Anlageprofil im chinesischen Konsumentenmarkt gut. Die Produkte von China Green entsprechen den hohen Qualitätsstandards der europäischen und der japanischen Konsumenten. Das Unternehmen investiert stark in den eigenen Brand, um die Produkte im Premiumsegment zu positionieren. Mit steigendem Einkommen und höherem Gesundheits- und Lifestyle-Bewusstsein in China wird es künftig vermehrt inländische Konsumenten ansprechen können.

□ Andere Beispiele? OGD-4 ist ein Stromproduzent in Russland mit einer Kapazität von 8,6 GW. Das Unternehmen wurde 2007 infolge des Zusammenbruchs von RAO UES erfolgreich privatisiert, 76% sind heute im Besitz des strategischen Investors Eon. Die Reform des russischen Stromsektors wurde enorm durch den Zusammenbruch von RAO UES beeinflusst, da der Stromsektor für Wettbewerb sowie für ausländisches Kapital und Wissen geöffnet wurde, was eine schrittweise Liberalisierung der Strompreise zur Folge hatte.

□ Welche Faktoren bestimmen die Aktien im Portfolio am meisten? Der Ölpreis? Gegenwärtig sehen wir von Rohstoffaktien ab, sei es Metall, Öl oder Gas. Sogar in Russland gibt der Rohstoffmarkt ein verzerrtes Bild wieder. Wir bevorzugen derzeit Anlagen in den Sektoren Telecom, Dienstleistungen und Infrastruktur. Aus diesem Grund hat der Ölpreis nur einen begrenzten Einfluss auf unser Portfolio.

INTERVIEW: FRANZ SCHNEIDER

# Aktiv vor dem Comeback

Investmentseminar zeigt die Vorzüge des aktiven Anlegens auf

FRANZ SCHNEIDER

Es ist nie einfach, gegen Vorurteile und Modeströmungen anzukämpfen. Selbst beste Argumente nützen nichts, wenn die Meinung längst gemacht ist. Mit einem solchen Phänomen sieht sich die Asset-Management-Branche heute konfrontiert: In der Anlegergemeinde hat sich die Meinung durchgesetzt, das passive Investieren sei dem aktiven überlegen. Als Beweis führen die Verfechter des passiven Managements den Umstand an, der Mehrheit der aktiv verwalteten Fonds gelinge es nicht, nach Abzug der Kosten ihre Referenzindizes zu übertreffen. Auch zeige die wissenschaftliche Literatur klar die Vorzüge des indexorientierten Ansatzes. Schliesslich sei die Erfolgswelle der Exchange Traded Funds, der börsenhandelten Indexfonds, der beste Beweis für die Überlegenheit des passiven Anlegens.

## Aktiv zahlt sich aus

Mit diesen Argumenten ist die Vermögensverwaltungsbranche, die schwerwichtig aktive Produkte vertreibt, nicht einverstanden. Sie hat auch Fakten zur Hand, um diese Argumente zu widerlegen. Zum Beispiel Harald Reczek, CEO von DWS Schweiz: «Gewichtet nach Vermögenswerten haben 72% der DWS-Aktienfonds über zehn Jahre besser abgeschnitten als ihr Vergleichsindex.» Der Leiter der Schweizer Fondstochter der Deutschen Bank ist überzeugt, dass sich aktives Management auszahlt. Um diese Überlegenheit zu dokumentieren und die Vorteile des aktiven Anlegens aus neutraler Warte aufzuzeigen, hat DWS eine Investmentkonferenz mit dem Thema «Aktives Management – ein Comeback!» organisiert. Als Referenten eingeladen waren renommierte Vertreter der Theorie und der Wissenschaft wie auch erfahrene Praktiker aus der Welt der Kapitalanlage.

Theodoro D. Cocca, Professor für Asset Management an der Universität Linz, kam die wichtige Aufgabe zu, die wissenschaftliche Sicht in die Diskussion «aktiv versus passiv» einzubringen. Was sagt die Wissenschaft, wie ist der neueste Stand der Forschung? Ohne vorerst darauf einzugehen, warnte Cocca davor, die Wissenschaft zu überschätzen. Auch sie habe ihre Grenzen und könne insbesondere nicht objektiv sein. Zudem sei sie Modeströmungen unterworfen, die von einem Extrem ins andere gehen. Den Praktikern rät der Wissenschaftler deshalb, immer skeptisch zu sein, was die Forschung an neuen Modellen und Erkenntnissen präsentiert.

## Neue Erkenntnisse

Cocca gab einen Überblick über die reichlich vorhandene Literatur zum Thema «aktiv versus passiv investieren». Bis circa 2005 herrschte in der Wissenschaft noch die Meinung vor, passiv sei überlegen – allein schon wegen der Kosten könne der aktive Ansatz auf Dauer nicht besser sein. Prominente Vertreter dieser Ansicht sind die beiden US-Professoren Gene Fama und Ken French. Die neueren Forschungsergebnisse geben hingegen den Anhängern des aktiven Anlegens Auftrieb.

In einer Reihe von wissenschaftlichen Aufsätzen ist gemäss Cocca aufgezeigt worden, dass eine klare und dauerhafte Überperformance mit aktivem Investieren sehr wohl möglich sei – zumindest in gewissen Marktsegmenten (Small-Cap-Aktien) oder in bestimmten Konjunkturzyklen (Rezessionsphasen). In weiteren Arbeiten wurde zudem bewiesen, dass Performancevergleiche, die die angebliche Unterlegenheit des aktiven Ansatzes beweisen wollten, methodisch nicht korrekt waren. Cocca erwartet, dass die Behavioral-Finance-Forschung schon bald neue Erkenntnisse zum Thema aktives Investieren bringen werde.

Mit Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich, war ein führender Vertreter dieses Wissenschaftszweiges am Seminar vertreten. Hens sprach zum Thema «aktive Strategien für irrationale Märkte». Seine bedenkenswerte Konklusion: Die Märkte seien weder vollkommen rational noch vollkommen irrational – was (aktiven) Anlegern ein gutes Betätigungsfeld eröffne. Behavioural Finance kann den Grad der Irrationalität bestimmen. Deshalb gibt es

gemäss Prof. Hens eine Vielfalt von erfolgreichen aktiven Strategien.

Spannend war eine Paneldiskussion, an der Wissenschaft und Praxis aufeinandertrafen. Cocca gab mit Blick auf die Finanzmarktkrise und ihre Folgen zu bedenken, dass sich Finanzindustrie und Vermögensverwaltung heute schon der Frage stellen müsse, inwiefern es ihr in den letzten Jahren gelungen sei, für Kunden Mehrwert zu schaffen. Das gelte für aktives wie für passives Anlegen. Die Frage «aktiv oder passiv?» sei falsch gestellt. Beide Ansätze hätten ihre Berechtigung, je nach Bedürfnis des Kunden.

Unbestritten sei, dass viele Portfolio-manager und Fonds nur eine unterdurchschnittliche Performance erwirtschaften, andere seien dafür umso besser. Nur weil es nicht einfach sei, (künftige) Gewinner zu finden, sei es nicht vertretbar und nicht im Sinne der Kunden, auf die Chancen auf Überperformance zu verzichten, die aktive Manager bieten können.

Dass nur aktives Management überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen könne, darin waren sich die Praktiker einig. Wer die passive Lösung wähle, gebe sich zwangsläufig mit der Durchschnittlichkeit zufrieden, meinte Klaus Kalde Morgen, langjähriger globaler Leiter Aktien von DWS Investments. Auch gehe er das Risiko ein, plötzlich indirekt Titel im Portefeuille zu halten, die er im Grund nie haben mochte – Griechenlandanleihen zum Beispiel oder BP-Obligationen, ergänzte Asoka Woehrmann, globaler Leiter Festverzinsliche, DWS Investment.

## Chancen nutzen können

Nur mit dem aktiven Ansatz könne man die vielen Gelegenheiten nutzen, die die volatilen Märkte in wachsender Zahl böten. Dass man erfolgreich passiv traden könne, mit ETF zum Beispiel, mag Kalde Morgen nicht glauben. Nur mit aktiven Produkten sei man flexibel, könne man rasch reagieren, wenn es notwendig würde. «Wer zwei Wochen nach der Explosion der Plattform im Golf von Mexiko immer noch BP-Aktien im Portefeuille hält, hat als aktiver Manager versagt.» Weil BP-Titel nach wie vor in zahlreichen Indizes gewichtig enthalten seien, seien passive Investoren über ETF auch weiterhin hier dabei.

Selbst wer ausschliesslich passiv investiere, komme nicht ohne einen aktiven Manager/Berater aus, erklärte Kalde Morgen. «Die Wahl des richtigen Index, des Marktes, ist klar ein aktiver Entscheid – und ein sehr wichtiger zudem.» Der erfahrene Aktienexperte zeigte das an einem Beispiel. Immer wieder sei jüngst von einem verlorenen Jahrzehnt der Aktien die Rede gewesen, leider sei dieser Aussage selten widersprochen worden. Sie treffe zu, wenn man zehn Jahre im MSCI-Weltindex investiert gewesen sei. In diesem Zeitraum habe man 25,3% verloren bzw. 2,9% pro Jahr (30. April 2000 bis 30. April 2010, in Euro). Doch kluge Anleger, die rechtzeitig der Verschiebung der wirtschaftlichen Kräfte Rechnung getragen und statt in den MSCI Welt in den MSCI Emerging Markets investiert haben, verbuchten im selben Zeitraum eine Wertsteigerung von 100,3% oder 7,2% p.a.

Dass sich durch aktives Management ein klarer Mehrwert erzielen lässt, zeigte Kalde Morgen an seinen Aktienfonds. Aktien seien immer noch ungeliebt, räumt er ein. Aber insbesondere für die europäischen Dividendenpapiere sieht er beträchtliches Kursgewinnpotenzial.



Prof. Teodoro D. Cocca: «Warum sollten Investoren freiwillig auf die Chance des Überperformance-Potenzials verzichten?»