

Der New Yorker Value-Experte und Anlageberater der MÜNCHNER KAPITALANLAGE AG, Michael Keppler, ist mit seinem werthaltigen Value-Investmentansatz auf der Gewinnerspur. Sein Erfolgsgeheimnis:

# Einfach preiswert kaufen!

Aktien sind seit 2003 wieder im Aufwind. Es herrscht gute Stimmung und Anleger trauen sich wieder an Aktienfonds heran. Doch wie? Über das und mehr diskutierte Stefan Huber, Leiter der MKi-Redaktion, mit Michael Keppler.

**MKi-Redaktion:** Bereits 2002 prognostizierten Sie – zu Recht, wie sich herausgestellt hat – einen vehementen DAX-Anstieg. Kommt bei Ihnen so etwas wie Schadenfreude auf, wenn Ihre Kritiker jetzt verstummt sind?

**KEPPLER:** Schadenfreude sicher nicht. Kein Arzt kann sich freuen, wenn den Kollegen die Patienten wegsterben, weil sie falsch behandelt wurden. Es war abzusehen, dass die Gewinne deutscher Unternehmen explodieren würden.

**MKi:** Nach drei mageren Jahren haben wir in Deutschland drei fette Jahre gesehen. Steigt der DAX weiter?

**KEPPLER:** Die Sonderabschreibungen sind noch nicht ganz ausgelaufen. Die wunderbare Gewinnvermehrung aus dem Cash Flow der beiden vergangenen Jahre wird sich – wenn auch abgeschwächt – weiter fortsetzen.

Von daher und aufgrund der sich verbessernden Konjunktur rechne ich mit weiter freundlichen Aktienkursen in Deutschland. Wie wär's also mit sieben fetten Jahren, Herr Huber?

**MKi:** Derzeit ist es en vogue, Fragen zum Wachstumsstau in Deutschland zu stellen. Wir können es auch nicht lassen. Woran krankt Deutschland Ihrer Meinung nach?

**KEPPLER:** Die Lage in Deutschland ist viel besser als die Stimmung. Die Unternehmensgewinne haben ihre Höchststände aus dem Jahr 2000 wieder erreicht. Deutschland kann Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse vorweisen. Jetzt muss die Bevölkerung nur noch die Konsequenzen der Globalisierung akzeptieren: Mehr leisten und weniger jammern!

**MKi:** Ist es nicht bezeichnend, dass man in Deutschland immer noch von Sparen spricht und nicht von Investieren?

**KEPPLER:** Ich sehe hier eigentlich keinen Unterschied. Nach der volkswirtschaftlichen Definition ist Sparen identisch mit Investieren. Während die Mehrheit der Bürger lieber im Sparbuch spart als in der Aktie, leiht sich der Profi-Investor billiges Geld und investiert es in Aktien oder in Produktivvermögen, um den Mehrertrag zwischen Aktien-

„Auf Deutschland warten noch  
weitere vier fette Jahre!“





### Michael Keppler

ist Präsident der Keppler Asset Management Inc., einer bei der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC registrierten Vermögensverwaltungs- und -beratungsgesellschaft in New York.

Ziel der Gesellschaft ist es, mit integrierten Portfoliostrategien, die auf computer-gestützten Methoden zur Asset Allocation sowie zur Länder-, Branchen- und Aktienauswahl basieren, Marktineffizienzen zu nutzen und dadurch überdurchschnittliche Anlageerträge bei gleichzeitiger Risikokontrolle durch den Einsatz des „Margin-of-safety“-Konzepts und durch internationale Diversifizierung zu erzielen.

### Berufliche Stationen

- 1974–1979** Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Regensburg
- 1980–1983** Wertpapieranalyst bei der Commerzbank AG in Frankfurt
- 1983–1986** Auswanderung in die USA mit dem Ziel, von den „Meistern“ zu lernen. Praktika bei namhaften Investmentbanken (u. a. Morgan Stanley, Donaldson Lufkin, Alliance Capital)
- 1987–1992** Leitung der Abteilungen Globales Investment Research, Vermögensverwaltung und Institutional Sales bei der neu gegründeten Investmentbanktochter der Commerzbank in New York
- 1992** Gründung der Keppler Asset Management Inc. in New York

## ANLAGETIPP



**Michael Keppler** ist für die MK als Anlageberater beim MK PANAMERIKA tätig. Darüber hinaus zählt der von Keppler gemanagte Global Advantage Fund Emerging Markets High Value zu den Top-Positionen in den MK Dachfonds MK DF-CHANCE und MK DF-TREND.

Anleger der MÜNCHNER KAPITALANLAGE AG profitieren neben diesem Investmentstil weltweit von weiteren Erfolgs-Fondsmanagern. Das Fondskonzept „AlphaStar“ bringt die Performance-Kraft der in den MK Dachfonds enthaltenen Einzelfonds zur vollen Entfaltung und kontrolliert das Anlagerisiko streng.

ertrag und Sparzins minus Kreditzinsen zu kassieren. Es ist nur schade, dass dieser simple Zusammenhang nicht von mehr Sparern sprich Investoren verstanden und genutzt wird. Dann würde der Mehrertrag den Deutschen und nicht den deutschen Banken zugute kommen.

**MKi:** Herrscht jetzt schon wieder gefährliche Euphorie?

**KEPPLER:** Davon sind wir noch weit entfernt. Im letzten Jahr gab es immer noch massive Rücknahmen von Aktienfondsanteilen. Für das Fehlen von Euphorie spricht auch die Tatsache, dass Anleger vermeintlich sichere Bonds und Zertifikate mit oft nutzlosen und teuren Absicherungsgarantien Aktienanlagen vorziehen.

**MKi:** Wie sind Sie momentan zu deutschen Aktien eingestellt: Kaufen, verkaufen oder halten?

**KEPPLER:** Solange die Relation von Kurs zu fairem Wert stimmt: Nach wie vor halten bzw. kaufen, auf Sicht von drei bis fünf Jahren.

**MKi:** Welche deutschen Titel würden Sie kaufen?

**KEPPLER:** Preiswerte.



**MKi:** Das heißt konkret: welche Aktien?

**KEPPLER:** Einzeltitel kann ich Ihnen leider nicht nennen. Ansonsten könnte ich bei der amerikanischen Börsenaufsicht in den Verdacht des „Front-Running“ geraten. Darüber hinaus würde ich Ihren Lesern mit Einzelempfehlungen auch keinen Gefallen tun, weil ich ihnen nicht sagen kann, wann wir wieder verkaufen.

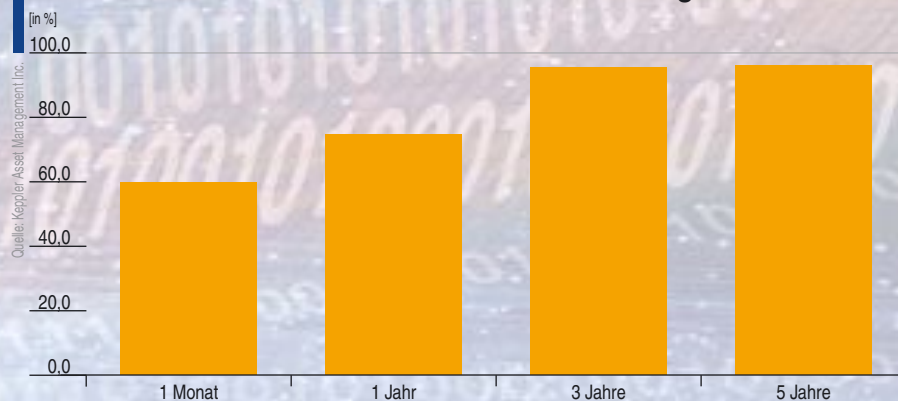
**MKi:** Was macht Ihren Erfolg aus?

**KEPPLER:** Mir fallen dazu drei Gründe ein: Vorsicht, Erfahrung und Transparenz. Unser Hauptaugenmerk liegt beim Risikomanagement. Wir erzielen beispielsweise nahezu unsere gesamten Performance-Vorteile durch Risikoreduzierung. Nach unserer Erfahrung sind die defensiv eingestellten Anleger auf lange Sicht die großen Gewinner. Darüber hinaus sind wir auch sehr opportunistisch: Wenn wir einen 100-Dollar-Schein auf der Straße liegen sehen, bücken wir uns, um ihn aufzuheben. Wir sagen nicht wie die Anhänger der modernen Portfoliotheorie: Es kann nicht sein, dass da ein 100-Dollar-Schein auf der Straße liegt, den hätte schon längst jemand aufgehoben.



Die Wahrscheinlichkeit, dass Michael Keppler mit seiner Value-Strategie bessere Ergebnisse erwirtschaftet als der Welt-Aktienindex, ist sehr hoch. Mit zunehmender Anlagedauer nähern sich die Aussichten der 100%-Marke, erreichen sie aber nicht.

### Auf diese Wahrscheinlichkeit können Value-Anleger bauen



**MKi:** Ihre Value-Strategie verheißt auf Sicht von drei bis fünf Jahren Erfolg. Warum dieser Zeitraum?

**KEPPLER:** So lange dauert es aufgrund von Erfahrungswerten, bis sich Unterbewertungen an den Kapitalmärkten nach dem Prinzip der „Rückkehr zum Mittelwert“ bereinigen. Ich bin der Auffassung, dass Anleger zumindest einen vollen Zyklus (Kaufen/Halten/Verkaufen) mitmachen sollten, um zu beurteilen, wie gut die Ernte war. Hierin unterscheidet sich die Investition von der Spekulation. Ein Bauer verkauft in der Regel sein Getreide auch nicht vor der Ernte.

**MKi:** Funktioniert Ihr System immer?

**KEPPLER:** Bei einer Anlagedauer von drei Jahren liegt die Wahrscheinlichkeit bei 95,5 Prozent. Bei Halteperioden von sechs Jahren nähert sich die Wahrscheinlichkeit, den Markt zu schlagen, der 100-Prozent-Marke. Erreichen tut sie diese Marke jedoch nicht, weil wir keine überdurchschnittlichen Ergebnisse garantieren können.

**MKi:** Bräuchte man in sehr stark psychologisch beeinflussten Börsenphasen nicht einen „Financial-behavior-Faktor“, um irrationale Kursbewegungen besser in den Griff zu bekommen?

**KEPPLER:** Unsere Markt- und Aktienaushwahlprozesse stellen ja gerade darauf ab, die durch irrationales Anlegerverhalten geschaffenen Chancen zu nutzen. Insofern könnte man bei uns von einem eingebauten „Stimmungsbarometer“ sprechen.

**MKi:** Diese Art der Chancennutzung stellt sozusagen das Grundprinzip werthaltiger Investments dar?

**KEPPLER:** So ist es. Der Abschlag vom inneren Wert ist unsere „Sicherheitsmarge“.

### „Wir brauchen für unseren Erfolg Marktteilnehmer mit mangelhaften Strategien.“

**MKi:** Zweifelsohne profitieren demnach Value-Anleger davon, Aktien auf ihrem Weg vom unterbewerteten Kurs zum fairen Wert zu begleiten; die Frage ist nur, ob Anleger besser vor irrationalen Kursverlusten geschützt werden können?

**KEPPLER:** Leider nein. Viele glauben zwar, mit Absicherungsstrategien dieses Ziel zu erreichen. Das Problem ist nur, dass wie bei

allen Versicherungen vor allem der Versicherer verdient. Höhere kurzfristige Ertragschwankungen sind eben der Preis, den Aktienanleger bezahlen müssen, um langfristig die überdurchschnittlichen Renditen von Aktien im Vergleich zu anderen Vermögensanlagen zu erzielen.

**MKi:** Apropos Depotoptimierung: Hat Markowitz ausgedient?

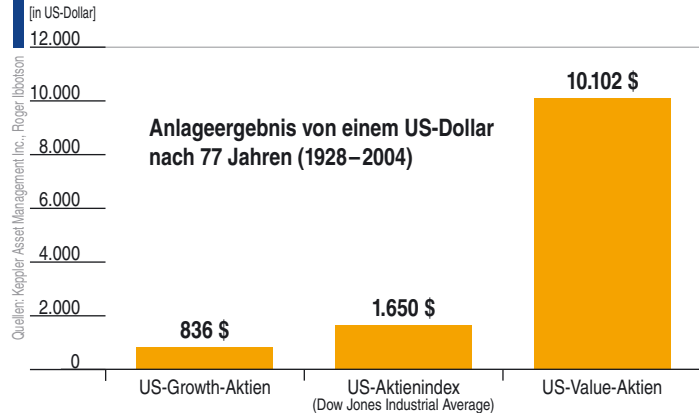
**KEPPLER:** Natürlich nicht. Die beiden Grandseigneurs der modernen Portfoliotheorie, Harry M. Markowitz und William F. Sharpe, werden immer noch gebraucht. Von uns allerdings anders, als man gemeinhin annehmen würde.

**MKi:** Das klingt irgendwie nach Missbrauch.

**KEPPLER:** Innerhalb einer Anlageklasse ist das Investieren ein Nullsummenspiel. Demnach können wir mit aktiven Strategien nur dann überdurchschnittliche Erträge erwirtschaften, wenn andere unterdurchschnittlich abschneiden. Wir brauchen also Marktteilnehmer mit mangelhaften Strategien für unseren Erfolg. Warren Buffett schlug vor ein paar Jahren vor, Lehrstühle für die Moderne Portfoliotheorie zu finanzieren, damit sich möglichst viele Anleger dieser Irrlehre verschreiben.



## Value langfristig deutlich besser als Growth



Die Wahrscheinlichkeit spricht eindeutig für werthaltige Value-Aktien. Nach einer Untersuchung von Roger Ibbotson rentierten US-Value-Aktien in den 77 Jahren von 1928 bis 2004 im Jahresdurchschnitt mit 12,7 %. Im Vergleich dazu: Durchschnitt der Standardaktien 10,1 % p. a., Durchschnitt der wachstumsorientierten Growth-Titel 9,1 % p. a.

**MKI:** Warum Irrlehre?

**KEPPLER:** Die Annahmen der modernen Portfoliotheorie sind weltfremd. Risiko-maße wie Varianz oder Standardabweichung sind theoretische Konstruktionen, die nichts mit der Realität zu tun haben. So funktionieren die Märkte nicht! Wir leben in einer Welt, die durch die menschliche Natur, also von Gier und Angst geprägt ist.

Die Portfoliotheorie basiert auf falschen Voraussetzungen. Eine davon ist die Annahme, die Renditen an den Kapitalmärkten

### „Die moderne Portfoliotheorie ist eine Irrlehre.“

seien normalverteilt oder könnten zumindest durch eine Normalverteilung angenähert werden. Empirische Untersuchungen zeigen aber: Kapitalmarktrenditen sind alles andere als normalverteilt! Man kann nicht so tun, als hätten die Crashes von 1929, 1974 oder 1987 nie stattgefunden, weil sie statistisch unzulässig sind.

**MKI:** Bei uns in Deutschland melden sich die Growth-Anhänger wieder lautstark zu Wort. Was haben Sie diesen zu sagen?

**KEPPLER:** Denen kann ich eigentlich nur viel Glück wünschen.

**MKI:** Aber die Zahlen sprechen doch momentan für Wachstumswerte, oder?

**KEPPLER:** Die langfristigen Wahrscheinlichkeiten sprechen eindeutig gegen diesen Anlagestil. Nach einer Untersuchung von Roger Ibbotson rentierten US-Value-Aktien in den 77 Jahren von 1928 bis 2004 im Jahresdurchschnitt mit 12,7 Prozent. Das sind immerhin 3,6 Prozentpunkte pro Jahr mehr als der Durchschnitt der Wachstums-titel, die mit 9,1 % p. a. rentierten. Der Unterschied ist immens: Aus 1 US-Dollar, in werthaltige Aktien investiert, wurden in diesem Zeitraum 10.102 US-Dollar – bei Wachstumsaktien wurden daraus lediglich 836 US-Dollar. Wenn Value-Aktien im langfristigen Durchschnitt jährlich um 3,6 Prozentpunkte höher rentieren als Growth-Aktien, macht es eigentlich wenig Sinn, herausfinden zu wollen, wann das Gegenteil eintrifft.

**MKI:** Welche Märkte sind momentan nach Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten besonders interessant?

**KEPPLER:** Wir sind in den von uns betreuten globalen Industrieländer-Portfolios schwerpunktmäßig in Aktien westeuropäischer Unternehmen investiert. Im vergangenen Herbst haben wir unsere dänischen und norwegischen Aktien verkauft. Neu aufgenommen wurden Dividentitel aus Singapur.

**MKI:** Wie sieht es bei den Emerging Markets aus?

**KEPPLER:** In Ländern wie Brasilien, Türkei, Russland, China, Korea, Malaysia, Philippinen, Taiwan und Thailand sehe ich weiterhin gute Chancen. Trotz der Kursverdoppelung in den vergangenen zwei Jahren haben sich die Unternehmensgewinne, die Cash Flows und die Dividendenrenditen ebenfalls in etwa verdoppelt.

**MKI:** Ihre Lieblingsaktien?

**KEPPLER:** Aktien sind nicht dazu da, geliebt zu werden. Ich bin da emotionslos. Es gibt aber Favoriten. Das sind die, welche die höchsten Erträge bringen – entweder in Form von Dividenden oder Kursgewinnen.

**MKi:** Sie lassen sich nicht gerne in die Karten sehen?

**KEPPLER:** Da haben Sie recht.

**MKi:** Warum sind Sie eigentlich nach New York gegangen, hat es Ihnen in Deutschland nicht mehr gefallen?

**KEPPLER:** Ich wollte von den Meistern lernen. Und die sitzen in den USA. Nahezu die gesamte Investmentliteratur stammt aus dem angelsächsischen Raum.

**MKi:** Die Akribie, mit der Sie die Aktienanalyse betreiben, würde doch eher zu einem deutschen Investmenthaus passen, oder?

**KEPPLER:** Als ich 1983 nach New York ging, war es mit der Akribie deutscher Investmenthäuser, insbesondere beim Investment-Research, nicht so weit her. Wie es heute ist, kann ich nicht beurteilen.

**MKi:** Ihr Vorbild?

**KEPPLER:** Da gibt es viele. Die wenigsten haben allerdings mit Wirtschaft oder Börse zu tun. Ich habe es aber aufgegeben, meinen Vorbildern nachzueifern, nachdem ich 1973 meinen zweiten Beruf als Musiker an den Nagel hing und mich entschloss, Wirtschaftswissenschaften zu studieren.

**MKi:** Ihr größter Triumph?

**KEPPLER:** In unserem Geschäft gilt der Spruch: „You don't take handshakes“. Man braucht Jahre, um eine Reputation aufzubauen. Wenn man nicht aufpasst, kann diese in kürzester Zeit ruiniert werden.

**MKi:** Ihr Traum?

**KEPPLER:** Träume vergisst man beim professionellen Investieren am besten ganz schnell.

**MKi:** Herr Keppler, wir bedanken uns für das Gespräch.



## Ausgewählte Emerging Markets mit viel Kurspotenzial



Weiterhin viel Kurspotenzial sieht Michael Keppler in ausgewählten Schwellenländern. „Trotz der Kursverdoppelung in den vergangenen zwei Jahren haben sich die Unternehmensgewinne, die Cash Flows und die Dividendenrenditen ebenfalls in etwa verdoppelt.“ Ihre Anleger partizipieren an diesem Aufwärtstrend mit den MK Dachfonds MK DF-CHANCE und MK DF-TREND. Eine der größten Zielfonds-Positionen dieser Dachfonds ist der von Keppler gemanagte Global Advantage Fund Emerging Markets High Value.