

<b>Michael Keppler und GS&amp;P Fonds</b>					
<b>Fonds</b>	<b>ISIN</b>	<b>Volumen (Mio. €)</b>	<b>Performance 2007</b>	<b>Performance 3 Jahre</b>	<b>Strategie</b>
Kapitalfonds L.K. Schwellenländer	LU0077884368	143,1	24,21	120,59	Globale Investments in Aktien unterbewerteter Schwellenländer
Kapitalfonds L.K. Aktien Global Dividends	LU0288439416	34,9	7,60	/	Internationale Aktien mit hoher Dividendenrendite Emerging Markets / Industrieländer

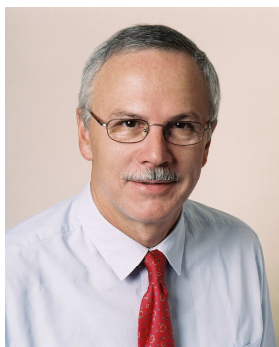
**Stand: 31.12.2007:** GS&P Institutional Management GmbH Königsallee 60; 40212 Düsseldorf / Germany;  
Tel.: 0049/ (0)211-136990 Email: info@gsp-d.com ; www.gsp-im.com; www.kapitalfonds-lk.com

Quelle: GS&P Institutional Management

Auszug aus : Institutional Money Ausgabe 04/2007 vom 03.12.2007

## **Keppler Asset Management mit quantitativem Value-Ansatz**

**Vor 15 Jahren gründete Michael Keppler seine eigene Asset-Management-Gesellschaft, heute verwaltet der Deutsche von New York aus mit großem Erfolg fünf Milliarden US-Dollar in Aktien nach einem selbst kreierten quantitativen Value-orientierten Investmentansatz.**



Michael Keppler

Das Kernstück des Aktienmanagementansatzes von Michael Keppler liegt in der Kontrolle des Verlustrisikos. Keppler ist früh zu dem Schluss gelangt, dass die systematische und disziplinierte Anwendung des „Margin of Safety“-Prinzips von zentraler Bedeutung für den Anlageerfolg ist. Allerdings misst Keppler Asset Management (KAM) das Anlagerisiko nicht wie in der Branche üblich an der Volatilität der Portfolioerträge. Der Standardabweichung der Returns, die in der modernen Portfoliotheorie als Risikomaß etabliert ist, versuchen oft auch professionelle Marktteilnehmer durch Hedging- und Market-Timing-Strategien beizukommen. Stattdessen sollte man laut Keppler die tatsächlichen Risikoquellen im Auge behalten, beispielsweise

hohe Bewertungen und fundamental nicht gerechtfertigte Erwartungen. Kepplers Ansatz ist jedenfalls komplett prognosefrei.

Mithilfe eines Multidatenbankeinsatzes und eines dadurch möglichen Cross-Screenings werden Plausibilitätschecks gemacht und Value-Kennzahlen für einzelne nationale

Aktienmärkte und deren Titel, die den jeweiligen MSCI-Länderindex bilden, abgeleitet. So werden hausintern große Datenmengen und komplexe Zusammenhänge strukturiert analysiert. Schließlich gilt es, Marktineffizienzen weltweit aufzuspüren und systematisch zu nutzen. Im Mittelpunkt steht die Idee, erfolgreiche US-Analysemodelle auf Länderebene inklusive Emerging Markets anzuwenden. Ein fundamentaler Kennzahlenmix, bestehend aus Kurs-Gewinn- (KGV), Kurs-Buchwert- und Kurs-Cashflow-Verhältnis sowie der Dividendenrendite, wird hier im Hinblick auf dessen mittelfristigen Trend analysiert, wobei von „Reverting to the Mean“, also der Rückführung von Über- bzw. Unterbewertungen zu deren Durchschnittswerten, ausgegangen wird.

Hier weiß sich Keppler einen Sinns mit Robert Shiller, für den ebenfalls hohe Bewertungen dauerhaft nicht möglich erscheinen. Für beide ist ein auf einer langen Gewinnreihe basierendes KGV essenziell. Shiller beispielsweise ermittelt den in einem Zeitabschnitt von zehn Jahren erzielten durchschnittlichen Gewinn und berechnet daraus das KGV. Auch Keppler zitiert immer wieder Benjamin Graham und David Dodd, die in ihrem Standardwerk „Security Analysis“ (1934) empfohlen haben, mit mehrperiodischen Gewinndurchschnitten zu arbeiten.

Seit Langem befindet sich Keppler im Clinch mit Sharpe und dem Capital Asset Pricing Model (CAPM). So misst er das Anlagerisiko an der Eintrittswahrscheinlichkeit und potenziellen Höhe von Verlusten ähnlich einem Versicherungsmathematiker, der zur Berechnung technischer Risiken die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Schadens mit der Schadenshöhe multipliziert. Statistisch ausgedrückt definiert KAM Risiko als Erwartungswert eines Periodenverlustes. Volatilitäten erscheinen ungeeignet, da die Upside Volatility eine durchaus erwünschte ist.

Analog zu Sharpe hat er seine eigene Kennzahl entwickelt, die sogenannte „Keppler Ratio“, die gleichbedeutend mit dem Quotienten aus erzielter gemittelter langfristiger Rendite einerseits und dem Produkt aus Eintrittswahrscheinlichkeit eines Monatsverlustes und durchschnittlichem Monatsverlust andererseits ist. Im Zähler der Keppler Ratio wird also bewusst auf den monatlichen Durchschnittsertrag eines längeren Zeitraums abgestellt, um damit mindestens einen ganzen Zyklus abzudecken, der meist etwa fünf Jahre dauert. Ausnahmen wie zuletzt, als bereits vier Jahre Aktienhaussa gefeiert wurden, sprächen eben für einen längeren Durchrechnungszeitraum. „Die Keppler Ratio ist als relative Zahl zu betrachten, deren Aussagekraft sehr periodenspezifisch bezüglich der einzelnen untersuchten Länder ist“, merkt Michael Keppler an. Außerdem ist nach Erhalt der Rohergebnisse noch einmal Ursachenforschung zu betreiben, um mittels einer qualitativen Entscheidung einzelne Länder mit extrem anlegerunfreundlichen Regimes wie etwa Zimbabwe (das 1995 aus dem Keppler-Universum entfernt wurde) und Venezuela (2005 ausgeschieden) auszuschließen. Die selektierten Länder werden gleich gewichtet.

Wenn einmal die aus fundamentaler Sicht günstigsten Märkte des jeweiligen Universums definiert sind, ist Keplers Ansatz um Repräsentation bemüht, das heißt, es werden keine Branchen- und Sektorenwetten eingegangen, um die Abweichungen zur Benchmark nicht allzu groß werden zu lassen und damit das Makro-Risiko zu begrenzen. Die dermaßen ausgewählten Titel haben einen Value Tilt. „Aktuell haben wir etwa in Brasilien den Branchenprimus Petrobras um zirka zwei Prozent übergewichtet, die gesamte Allokation im brasilianischen Ölsektor allerdings dem systematischen Ansatz gemäß benchmarkneutral gehalten“, weiß der Bayer mit Wohnsitz New York.

Dort, wo genügend Daten zur Verfügung stehen, hat KAM bis 1969 zurück die Validität seines Modells getestet. Im Gegensatz zu den Quants neuerer Prägung versucht Keppler nicht, seinen Ansatz laufend zu optimieren und jüngste Trends einzufangen, sondern er hat den Ehrgeiz, über einen ganzen Zyklus hinweg Outperformance zu generieren. KAM verfolgt eine Politik der ruhigen Hand und orientiert sich an den Ansätzen von Graham und seinem heute noch hochaktiven Schüler Warren Buffett.

## Know your Customers

Michael Keppler schätzt es, seine institutionellen Investoren persönlich zu kennen. Denn nur wenn sichergestellt ist, dass sein Ansatz verstanden und als überzeugend eingestuft wird, ist er auch an einem dann meist sehr langfristigen Investment interessiert. Market-Timer hingegen möchte er nicht in seinem Fonds wissen, deren Aktionismus hätte nämlich nur einen negativen Impact auf die Fondsportfolios.

**Fazit:** Keplers Fonds überzeugen durch einen stringenten Value-orientierten Ansatz, der sich bisher als sehr erfolgreich erwiesen hat. Auch wenn sich Wachstumsaktien im heurigen Jahr zurückgemeldet haben, ist eine intelligente Value-Strategie in der Asset Allocation unverzichtbar und ab 50 Millionen Euro bei Aktien global beziehungsweise 100 Millionen Euro beim Thema Emerging Markets auch in einem eigenen Spezialfonds umsetzbar.

### Aus dem Strategielabor Keplers: Warum Dividende zählt (Tabelle 2)

Portfolios, nach Dividendenrenditen strukturiert (in Lokalwährung)

	MSCI World klassisch (Market Cap weighted)	Portfolio 1 (Aktien des Top Quartile bzgl. Div.-Rendite)	MSCI World, gleichgewichtet	Portfolio 2 (Aktien des Lowest Quartile bzgl. Div.-Rendite)	Vorteil Portfolio 1 versus MSCI World Market Cap weighted
1 Dividendenrendite	2,69 %	<b>4,80 %</b>	3,17 %	1,73 %	2,11 %
2 Gewinnwachstum, annualisiert	8,23 %	<b>13,82 %</b>	11,21 %	8,76 %	5,59 %
3 Dividendenwachstum, annualisiert	7,13 %	<b>13,27 %</b>	10,80 %	8,41 %	6,14 %
4 Durchschnittlicher Jahresertrag	8,69 %	<b>14,50 %</b>	11,76 %	9,10 %	5,81 %
5 Durchschnittlicher Quartalertrag	2,44 %	<b>3,84 %</b>	3,17 %	2,65 %	1,40 %
6 Standardabweichung der Quartalerträge	8,09 %	<b>8,90 %</b>	8,20 %	9,38 %	0,81 %
7 Erwartungswert eines Quartalsverlustes	2,05 %	<b>1,73 %</b>	1,82 %	2,30 %	-0,32 %
8 Anteil positiver Quartale	69,29 %	<b>69,29 %</b>	70,00 %	66,43 %	0,00 %
9 Anteil negativer Quartale	30,71 %	<b>30,71 %</b>	30,00 %	33,57 %	0,00 %
<b>Kepler Ratio (5/7)</b>	1,19	<b>2,22</b>	1,74	1,15	1,86 (=2,22/1,19)
<b>Sharpe Ratio (5/6)</b>	0,30	<b>0,43</b>	0,39	0,28	1,43 (=0,43/0,30)

Beobachtungszeitraum: 25 Jahre, beginnend mit 1970; Sharpe Ratio vereinfacht als Volatility Adjusted Quarterly Return dargestellt