

„Man kann nie genug aufpassen“

Smart Investor mit dem Fondsmanager Michael Keppler über die aktuellen Marktverwerfungen, die Grenzen der Portfoliotheorie und Buffetts Engagements in den Emerging Markets.

Smart Investor: Wären Sie in hektischen Börsentagen wie diesen nicht doch lieber Konzertpianist geworden?

Keppler: Ich traure keinen Entscheidungen nach, die ich vor mehr als 30 Jahren getroffen habe. Obwohl ich zugeben muss, dass ich damals gerne beide Karrieren gleichzeitig verfolgt hätte. Das war aber schon aus Zeitgründen nicht möglich.

Smart Investor: Wie haben Sie in Ihren Fonds auf die jüngsten Verwerfungen an den Märkten reagiert?

Keppler: Wir sind grundsätzlich immer sehr vorsichtig aufgestellt, was Sie unter anderem an dem hohen Diversifikationsgrad und dem sogenannten „Margin of Safety“ der von uns betreuten Portfolios erkennen können. Letzterer liegt momentan zwischen 25 und 40%. Diese Sicherheitsmarge gibt den Grad der Unterbewertung der von uns betreuten Portfolios an, das heißt die Differenz zwischen dem inneren Wert und der aktuellen Marktbewertung. Eine Anpassung erfolgte lediglich in Brasilien. Dort haben wir uns nach einer Vervierfachung – das entspricht einer jährlichen Durchschnittsrendite von 21,6% über 19 Jahre – seit unserer Erstempfehlung 1988 weitgehend verabschiedet.

Smart Investor: Anhand welcher Kriterien entscheiden Sie über die Attraktivität eines Emerging Markets?

Keppler: Wir wenden vorwiegend Ertrags- und Substanzbewertungsverfahren an – mit dem Ziel, erstens eine Vergleichbarkeit der einzelnen Märkte herzustellen und dann zweitens herauszufiltern, welche die preisgünstigsten und damit die attraktivsten sind.

Smart Investor: Inwiefern fließen in Ihre fundamental-quantitative Analyse auch Faktoren wie etwa regionale Spezifika (Stichwort: Chavez' Scharmützel an der Grenze zu Kolumbien) mit ein? Mit der Portfoliotheorie von Markowitz würden Sie an diesem Punkt nicht weit kommen?

Keppler: Mit der modernen Portfoliotheorie würde ich nirgendwo weiterkommen, noch nicht einmal in Timbuktu! Aber Sie haben ein wichtiges Thema angeschnitten. Man kann mit quantitativen Investitionsansätzen qualitative Bestimmungsfaktoren nur unzureichend einfangen. Da unsere fiduziarische (treuhänderische) Verantwortung unseren Anlegern gegenüber jedoch viel weiter geht, als nur auf dem Papier interessante Investitionsmöglichkeiten auszukundschaften, sind wir hier über unsere Tagesarbeit hinaus gefordert. Da heißt es schlicht und einfach: Man kann nie genug aufpassen. Wer sich auf andere verlässt, ist möglicherweise verlassen, wie die

Michael Keppler war nach einem betriebswirtschaftlichen Studium in verschiedenen leitenden Positionen des Commerzbank-Konzerns tätig. Heute ist er Inhaber und Geschäftsführer der Keppler Asset Management Inc. Von New York aus berät bzw. managt er seit 1992 erfolgreich 15 internationale Aktienfonds mit einem Volumen von über drei Mrd. Euro. Er ist Co-Autor des Buches „Investieren in Emerging Markets“.



jüngsten Beispiele der Ratingagenturen zeigen. Im Fall von Venezuela haben wir uns bereits vor zweieinhalb Jahren von allen Aktien verabschiedet, als sich nach einem Urteil des obersten Gerichtshofs ein erster Enteignungsfall abzeichnete. Morgan Stanley Capital International (MSCI) hat den Markt erst im Dezember 2007 aus seinem Indexsystem eliminiert.

Smart Investor: Denken Sie, die Emerging Markets können sich tatsächlich von den Vorgaben der etablierten Märkte abkoppeln?

Keppler: Da ist in den letzten Jahren sehr viel passiert. Viele der in den 90er Jahren abwertungsverdächtigen Währungen haben aufgewertet und bleiben weiterhin Aufwertungskandidaten. Zahlungs- und Handelsbilanzen sind nicht nur nicht mehr defizitär, sondern weisen hohe Überschüsse auf. Damit hätten diese Länder enormes Potenzial, aktive Fiskalpolitik aus einer Guthabensituation zu betreiben, falls die lokale Wirtschaft einmal schwächeln sollte. Das ist ein Luxus, den es in den Industrieländern zuletzt nach dem zweiten Weltkrieg gab. In diesem Zusammenhang begrüße ich die Aktivitäten der Sovereign Wealth Funds (SWFs), die nun vermehrt in Aktien der Industrieländer investieren.

Smart Investor: Ist das BRIC-Label nicht mehr als ein Modetitel?

Keppler: Das BRIC-Konzept ist ursprünglich aus einer volkswirtschaftlichen Studie entstanden. Dabei ging es ausschließlich um die volkswirtschaftliche Entwicklung in diesen Ländern. Erst später wurde das Konzept auf Aktieninvestments ausgeweitet. Ich hatte schon mehrmals davor gewarnt, die volkswirtschaftliche Entwicklung mit der Wertentwicklung an den Aktienmärkten gleichzusetzen. Es gab nämlich in der Vergangenheit auch lange Perioden, in denen sich Aktienkurse und Wirtschaftswachstum keineswegs im Einklang entwickel-

ten. Darüber hinaus halte ich es für unklug, sich als Anleger auf nur vier Länder zu beschränken. Wir können weltweit aus 23 Industrieländerbörsen und 25 Emerging Markets auswählen. Abgesehen davon gibt es noch eine Anzahl sogenannter „Frontier Markets“, die wir ebenfalls auf dem Radarschirm haben.

Smart Investor: Die EM-Story wird derzeit vorwiegend von ausländischen Investoren getrieben. Wann glauben Sie, werden die Inländer auch in das Spiel einsteigen?

Kepler: Die Inländer sind doch längst bedeutende Anleger! Dazu brauchen Sie noch nicht einmal die Forbes-Liste der Superreichen zu studieren, wo neuerdings eine ganze Reihe mit Wohnsitz in den Schwellenländern erscheint. Denken Sie an die hohen Sparquoten der Chinesen oder der Inder! Die Trends in Bezug auf Wirtschaftswachstum werden sich nicht so schnell umkehren. Dafür sorgt vor allem auch die demographische Entwicklung. Nicht umsonst wird die Demographie als die Zukunft bezeichnet, die bereits eingetreten ist.

Smart Investor: Was halten Sie von den sogenannten Frontier-Märkten wie Pakistan, Bangladesh oder Vietnam?

Kepler: Wir haben eine ganze Reihe sogenannter Frontier-Märkte unter Beobachtung. Die entscheidenden Voraussetzungen für uns sind zunächst unsere Anforderungen an die Rechtssicherheit, das heißt insbesondere der Schutz der Eigentumsrechte sowie eine marktwirtschaftliche Grundordnung. Erst dann kommen Überlegungen, ob es wirtschaftlich sinnvoll ist, dort zu investieren.

Smart Investor: Eine Frage zum Schluss: Sie gelten als großer Anhänger der Anlagephilosophie von Warren Buffett. Warum investiert er nicht oder kaum in den Emerging Markets?

LÄNDERSELEKTION NACH KEPPLER

KAUF-KANDIDATEN (AUSZUG)	KGV	KBV	DIV-REND.
KOREA	13,3	1,78	1,59
MALAYSIA	16,9	2,5	1,98
POLEN	15,2	2,46	3,58
THAILAND	14,7	2,44	2,93
TÜRKEI	10,9	2,34	2,33

VERKAUFS-KANDIDATEN

ÄGYPTEN	21,5	5,47	1,84
CHINA	27	4,52	1,19
INDIEN	32,8	6,43	0,66
INDONESIEN	21,5	5,84	1,52
MAROKKO	27,2	6,08	2,68

NEUTRAL (AUSZUG)

BRASILIEN	15,5	3,1	2,18
CHILE	22,1	2,41	1,71
TSSCHECHIEN	23,6	3,59	2,49
RUSSLAND	14,1	2,36	1,16
SÜDAFRIKA	14,9	3,13	2,71

Quelle: Kepler Asset Management Inc, New York; Stand: 17. Januar 2008

Kepler: Buffett hat in den vergangenen Jahren beträchtliche Summen in Emerging Markets investiert. Nehmen Sie sein Engagement in PetroChina, das 2002 und 2003 zu 488 Mio. USD erworben wurde und im vergangenen Jahr für 4 Mrd. USD verkauft wurde. Oder denken Sie an die Mehrheitsbeteiligung an dem israelischen Maschinenhersteller Iscar für knapp 5 Mrd. USD, die sich laut Buffett hervorragend entwickelt. Um hier objektiv zu beurteilen, wo Buffett investiert, muss man auch die indirekten ausländischen Ertragsquellen der international tätigen US-Unternehmen berücksichtigen, in die Berkshire Hathaway investiert ist. Der Marktwert der Beteiligungen an American Express, Anheuser-Busch, Coca Cola, Johnson & Johnson, Kraft Foods und Procter & Gamble, die alle nennenswerte Ertragsanteile in den Emerging Markets erzielen, lag zum Jahresende 2007 immerhin bei 37,8 Mrd. USD.

Smart Investor: Aber Buffett ist und bleibt eben doch Amerikaner...

Kepler: Im Anfang März veröffentlichten Geschäftsbericht schrieb Buffett, er wolle versuchen, den Anteil direkter und indirekter ausländischer Gewinne zu erhöhen. Er schränkte jedoch ein, dass sowohl Vermögen als auch Erträge immer in den USA konzentriert sein werden. Als Gründe dafür nennt er die Rechtssicherheit und die marktwirtschaftliche Grundordnung der USA. Buffett meinte auch, dass die Meritokratie der USA (also eine Regierungsform, bei der die Amtsträger aufgrund ihrer Leistung ausgewählt werden) mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit dafür sorgen wird, dass die US-Bürger immer wohlhabender werden.

Smart Investor: Herr Kepler, das bleibt nur zu hoffen. Herzlichen Dank.

Interview: Tobias Karow

AUGEWÄHLTE EMERGING MARKET-FONDS

FONDS	WKN	VOL.*	PERF. 1 J.**	PERF. 08**
CARMIGNAC EMERGENTS	A0D PX3	1.516	7,9	-19,9
COMGEST GROWTH EM	A0B K3L	354	15,7	-13,1
FT EMERGING ARABIA	A0M ZHX	213	-	0,3
GLOBAL ADVANTAGE EM HIGH VALUE	972 996	1.207	13,1	-14,4
KAPITALFONDS LK SCHWELLENLÄNDER	987 063	123	15,6	-14,3
MAGELLAN	577 954	2.521	17,3	-12,8
VONTOBEL EM	AOE GYP	784	25,7	-12,9

Quelle: Morningstar, eigene Recherchen; *) Volumen in Mio. EUR, **) in %