

SONDERDRUCK

private wealth, Ausgabe Januar 2007



Überreicht durch

GS&P

Grossbötzl, Schmitz & Partner
Vermögensverwaltersozietät GmbH

GS&P UND MICHAEL KEPPLER – Ihre Partner für herausragende Aktien-Investments

www.gsp-d.com



„Prognosen sind Zeitverschwendung.“

Muss einer, der seit mehr als 20 Jahren überdurchschnittliche Renditen am Aktienmarkt erwirtschaftet, nicht einen besonderen Kniff kennen? Michael Keppler lächelt. Er agiert geduldig, arbeitet akribisch, handelt diszipliniert. Mehr, sagt er, sei nicht nötig. Aber das sei schwer genug.

Immer wieder greift Michael Keppler während des Gesprächs zu seiner großen Ledertasche. Zieht ein Dokument hervor. Eine Grafik. Eine Tabelle. Die das eben Gesagte unterstreicht, bestätigt, belegt. Er erzählt nicht einfach so drauflos. Wägt die Worte genau. Schließlich geht es nicht um Unterhaltung. Nicht um Visionen und Fantasien. Es geht um Fakten.

Michael Keppler ist ein ungewöhnlicher Aktienfondsmanager. Keine schillernde Persönlichkeit. Kein geheimnisvoller „Guru“. Keiner, der die Öffentlichkeit sucht. Sondern einer, der lieber seine Ruhe hat. Der beim Mittagessen im Bayerischen Hof Weißwürste bestellt. Und auf Fragen nach seinem Erfolgsgeheimnis mit „Arbeit“ und „Fleiß“ antwortet. Das Rüstzeug erarbeitet sich der „Handwerker“, als er in den siebziger Jahren

Betriebswirtschaftslehre studiert. Mit Bedacht spezialisiert er sich auf betriebliches Rechnungswesen, Wirtschaftsprüfung und Unternehmensbewertung. Klingt staubig. Ist es auch. Muss aber offenbar sein. „Nur wer Bilanzen auseinandernehmen kann, weiß, was eine Firma wert ist. Und kann entscheiden, ob deren Aktien günstig oder teuer sind.“ Das klingt nicht sonderlich spektakulär. Spektakulär ist allerdings, was Michael Keppler daraus macht. Heute berät oder managt er unter anderem 15 Aktienfonds, bewegt weltweit mehr als zwei Milliarden Dollar. Erhält von den Rating-Agenturen permanent Bestnoten. Steht in den Fonds-Rennlisten meist ganz oben. Und gilt deshalb als erste Adresse, wenn Investoren über ein weltweites Aktienengagement oder eine Anlage in den Emerging Markets nachden-

ken. Weil es ihm ganz offensichtlich gelingt, langfristig systematisch besser abzuschneiden als die relevanten Indizes. Wie ist dieses System entstanden?

Um Praxis zu sammeln, geht Michael Keppler nach dem Studium zur Commerzbank, wird Wertpapieranalyst. Dort sitzt er zunächst mit dem Kollegen im Büro, der den japanischen Aktienmarkt betreut. Japan ist zu dieser Zeit „en vogue“. Der Kollege auch. Ständig klingelt das Telefon. Und Keppler überlegt, ob das gerechtfertigt ist. Lassen sich objektive Maßstäbe finden, um die Attraktivität des japanischen Marktes zu beurteilen? Oder besser: Kann ein auf kaufmännischen Prinzipien basierendes Investitionsmodell verlässlich Antwort auf die Frage „Japan oder Deutschland“ geben? Es kann. Später baut Keppler sein Modell aus – integriert europäische >

Märkte, die USA, Schwellenländer. Die Basis für den späteren Erfolg ist gelegt. Bald bemerkt er, dass das wahre Investment-Know-how in den englischsprachigen Ländern liegt. Er geht in die USA. Und würde dort vielleicht heute noch für die Commerzbank arbeiten, hätte sich der damalige Vorstandsvorsitzende Walter Seipp nach der Wiedervereinigung im Frühjahr 1990 nicht sehr ausgeprägt zu den Chancen des deutschen Aktienmarktes geäußert. „Da fiel der Satz, die nächsten 30 Prozent seien sicher verdient – just in dem Moment, als wir von New York aus vor einer enormen Überspekulation in Deutschland warnten“, erinnert sich Keppler. Es kommt, wie es immer kommt. Keppler wird zurückgepfiffen. Soll sich nur

private wealth *Herr Keppler, der legendäre US-Investor Warren Buffett sagte einmal, erfahrenen Anlegern gehe es wie einem Theologen, der nach zwölf Semestern Studium feststellt, dass es für einen guten Pfarrer im Grunde reicht, die zehn Gebote zu kennen. Was sind die zehn Gebote erfolgreicher Kapitalanlage?*

Michael Keppler Das oberste Gebot ist Verlustkontrolle. Wer 50 Prozent verliert, benötigt 100 Prozent Wertsteigerung, um dies wieder auszugleichen. Verlustkontrolle bedeutet vor allem drei Dinge: nicht zu viel zu bezahlen, ausreichend zu diversifizieren und langfristig zu investieren. Das sind, wenn Sie so wollen, die vier Gebote erfolgreicher Kapitalanlage. Mehr benötigen Sie nicht. Wenn Sie dann noch die täglichen Kommentare der

Der Investor geht ein Engagement ein, wenn es der Status quo bereits rechtfertigt. Wer 60 Euro für eine Aktie bezahlt, die 100 Euro wert ist, braucht kein zukünftiges Ereignis, um erfolgreich zu sein. Haben Sie aber 120 Euro bezahlt, können Sie nur hoffen, dass sich die Erträge so entwickeln, wie Sie es erwarten. Wir investieren deshalb völlig prognosefrei. Das heißt, wir stützen uns auf Zahlen und Fakten statt auf Hoffnungen und Erwartungen.

pw *Woher wissen Sie dann, dass die Aktie 100 Euro wert ist? Bestimmen nicht zukünftige Erträge den Wert einer Firma?*

MK Wir sehen uns die Geschichte einer Firma an. Prüfen, was ein Manager, eine Firma oder eine Branche langfristig geleistet hat. Wir unterstellen dann einfach, dass dieser Trend anhalten wird, gehen also von einer Rückkehr zu den langfristigen Durchschnittswerten aus. Bei Umsätzen, Gewinnmargen, aber auch bei Bewertungen. Dieser Trend bestimmt, was eine Firma wert sein sollte. Abweichungen davon sind Kauf- oder Verkaufgelegenheiten. Sie entstehen, weil die Marktteilnehmer nun einmal nicht immer rational sind, sondern manchmal zu gierig und manchmal zu ängstlich.

pw *Welcher Zeitraum ist bei Ihren Analysen relevant?*

MK Wir gehen von Sieben-Jahres-Zeiträumen aus, um einen ganzen Konjunkturzyklus abzubilden. Nehmen wir an, ich möchte in München eine Wohnung in bester Lage mit 200 Quadratmetern Wohnfläche kaufen. Dann würde ich zunächst unterstellen, dass der Normalpreis der Sieben-Jahres-Durchschnitt sein sollte. Interessant wäre es, unter diesem Preis zu kaufen. Und mein Objekt sollte darüber hinaus relativ zu allen anderen Wohnungen mit 200 Quadratmetern in vergleichbarer Lage in München preiswert sein. Ist diese Voraussetzung nicht erfüllt, sage ich:

„Regel Nummer eins: Verliere nie Geld. Regel Nummer zwei: Vergiss nie Regel Nummer eins.“

noch um den US-Aktienmarkt kümmern. Was für einen, dessen Spezialität es ist, die Märkte weltweit zu vergleichen, natürlich gar nicht geht.

Also macht er sich selbstständig, gründet die Keppler Asset Management Inc. „Meine Motivation war nie die Einkommensmaximierung, sondern immer „winning the game“ – den Markt zu schlagen. Mir macht es Spaß, mich mit den Besten der Branche zu messen. Es ist wie ein Profisport, wobei man in unserem Geschäft natürlich nicht in körperlicher Höchstform, sondern bloß geistig fit sein muss. Deshalb können wir unseren Sport auch länger ausüben.“

Wir treffen Michael Keppler im schönen Terrassen-Restaurant des Bayerischen Hofes. Hoch über den Dächern Münchens. Nehmen wir eine Trainerstunde.

Anlagestrategen und Analysten ignorieren, sind Sie auf einem guten Weg.

pw *Was spricht gegen Information?*

MK Natürlich nichts. Nur sind 98 Prozent dieser so genannten Informationsmenge hat zugenommen, nicht aber die Qualität. Warren Buffett hat auch gesagt, politische und volkswirtschaftliche Prognosen seien für Anleger und Unternehmer nur eine kostspielige Ablenkung. Das gilt ebenfalls für Kursprognosen und Gewinnschätzungen

pw *Sind Prognosen und Gewinnschätzungen aber nicht wesentlicher Bestandteil der Anlageentscheidung?*

MK Für Spekulanten vielleicht, für Value-Investoren nicht. Der Spekulant sagt: Die Nachfrage nach Öl wird sich verzehnfachen. Also kaufe ich Ölakten.

„München, nein danke.“ Und schaue mir London an. Oder New York.

pw *Schönes Beispiel. Wie setzen Sie es konkret in der Aktienanlage um?*

MK Wir investieren in die preiswertesten Aktienmärkte. Die Datenbasis, um diese zu ermitteln, haben wir für mehr als 50 Länder. Wir untersuchen Substanz und Ertragskraft jeder im relevanten Aktienindex vertretenen Gesellschaft. Dann aggregieren wir die Daten und kommen so zu einer Länderbewertung. Nun fragen wir uns: Wie preiswert ist dieses Niveau absolut? Wie sieht es im historischen Vergleich aus? Wie preiswert ist der Markt relativ zu vergleichbaren Märkten – aktuell und historisch betrachtet. So kommen wir zu einer sehr objektiven Beurteilung. Danach kombinieren wir die günstigsten Märkte.

pw *Diese Daten sind öffentlich. Worin liegt Ihr Wettbewerbsvorteil?*

MK Wir sind sehr sorgfältig. Wir finden zum Beispiel zahlreiche Fehler in den Datenbanken. Sollte jemand versuchen, unseren Ansatz nachzubauen, käme er sicher zu ganz anderen Ergebnissen.

pw *Wenn Sie nur mit historischen Daten arbeiten, besteht allerdings die Gefahr, Entwicklungs- und Technologiesprünge zu verpassen.*

MK Ich würde nicht von Verpassen sprechen, sondern von Vermeiden. Revolutionäre Erfindungen, wie das Auto oder das Flugzeug, erwiesen sich meist als katastrophale Investments. Wir sind im Grunde Feiglinge. Und bezahlen darum so wenig für Aktien, weil wir Angst haben, Geld zu verlieren. Sollen die anderen doch erst einmal die neuen Technologien ausprobieren. Mal sehen, wie profitabel das wirklich ist. Wir sammeln diejenigen ein, die auf dem Schlachtfeld der Innovation übrig bleiben.

pw *Und wenn es kein Schlachtfeld gibt?*

MK Dann kann ich nur sagen, too bad, Pech gehabt. Dass wir uns nicht aus >





dem Fenster lehnen, ist aber, denke ich, im Sinne unserer Anleger. Wenn Sie ein medizinisches Problem haben, unterziehen Sie sich ja auch nicht überstürzt einer Behandlungsmethode, die in der Erprobung ist, sondern warten ab, ob sich diese bewährt. Warum haben Sie sich Ihre Kurzsichtigkeit nicht längst

„Wir sind im Grunde Feiglinge. Weil wir Angst haben, Geld zu verlieren, kaufen wir nur wirklich preiswerte Aktien.“

per Laser beseitigen lassen? Vielleicht, weil es noch keine Langzeiterfahrungen dazu gibt? Sehen Sie, so gehen wir auch bei der Kapitalanlage vor.

pw Welche Kriterien haben sich bei der Aktienauswahl als relevant erwiesen?

MK Wir haben anhand der historischen Daten aus 36 Jahren alle möglichen Kri-

terien in den verschiedensten Kombinationen getestet. Am aussagekräftigsten waren das Kurs-Cashflow-, das Kurs-Buchwert- und das Kurs-Gewinn-Verhältnis sowie die Dividendenrendite. Ebenso wichtig sind die Eigenkapitalrenditen und der Verschuldungsgrad.

pw Eine Besonderheit Ihrer Fonds ist die Gleichgewichtung der Märkte, egal wie groß sie sind. Warum machen Sie das?

MK Es ist das Ergebnis unserer Researcharbeit. Die moderne Portfoliotheorie sagt zwar, ein nach der Marktkapitalisierung gewichtetes Portfolio sei das effizienteste. Deshalb sind ja auch Indizes wie der DAX oder der S&P 500 kapitalisierungsgewichtet. Aber leider stimmt die Theorie nur in Ausnahmefällen. Unsere Analysen zeigen, dass gleichgewich-

tete Portfolios besser abschneiden als kapitalisierungsgewichtete. Und zwar deutlich besser.

pw Wie deutlich?

MK Von 1970 bis 2005 brachte der kapitalisierungsgewichtete MSCI-Index im Schnitt 9,7 Prozent Rendite pro Jahr. Allein durch Gleichgewichtung der im

Index enthaltenen Länder hätten Sie die Rendite auf durchschnittlich 12,8 Prozent steigern können. Eine nach unseren Kriterien vorgenommene Auswahl hätte im Schnitt gar 16,5 Prozent gebracht. Aus 100 Dollar wären also in 36 Jahren einmal 2771 Dollar, einmal 7633 Dollar und einmal 24 298 Dollar geworden. Das ist ein Riesenunterschied. Und dazu kommt noch etwas, was theoretisch auch nicht möglich sein dürfte: Die höhere Rendite wurde sogar mit geringerem Risiko erzielt.

pw Wie erfolgt die Marktauswahl genau?

MK Wir messen anhand der oben genannten Kriterien Monat für Monat, welche Renditeerwartungen die einzelnen Aktienmärkte auf Sicht von drei bis fünf Jahren aufweisen – unter der Prämisse, dass der mittelfristige Trend Bestand hat. Die sieben oder acht Märkte mit der günstigsten Erwartung kommen dann gleichgewichtet ins Depot.

pw Wie sah diese Renditeerwartung für die Weltaktienmärkte eigentlich im März des Jahres 2000 aus?

MK Im März 2000 lag die Erwartung für den Welt-Aktienmarkt bei minus 1,7 Prozent pro Jahr.

pw Wie haben Sie damals reagiert?

MK Wir haben wie immer nach relativ attraktiven Märkten gesucht. Die Märkte, in denen wir investierten, waren auch damals nicht unbedingt zu teuer. Wir waren zum Beispiel in Österreich engagiert, wo die Kurse in der Baisse aufgrund des niedrigen Bewertungsniveaus

„Ich investiere nur in Aktien. Zu 100 Prozent. Ich bin davon überzeugt, dass ein vermögender Investor nur Aktien haben sollte.“

auch nicht so stark zurückgingen, wir waren in Norwegen ...

pw ... und haben trotzdem von März 2000 bis März 2003 in Ihren Fonds rund 40 Prozent verloren?

MK Schon. Aber im Vergleich zum Durchschnitt aller globalen Aktienfonds, die 57 Prozent einbüßten, standen wir besser da. Das ist übrigens typisch. Wir schneiden vor allem deshalb langfristig besser als der Vergleichsindex ab, weil wir in Baisse-Phasen in der Regel weniger verlieren.

pw Sie hätten einfach verkaufen können.

MK Ich werde nicht dafür bezahlt, Cash zu halten. Und so einfach ist es ja auch nicht. Wir waren schon seit 1995 hinsichtlich des US-Aktienmarktes pessimistisch. Trotzdem hat die Hausse bis 2000 gedauert. Das zeigt: Wie groß eine Seifenblase wird, können Sie ebenso wenig prognostizieren wie den Zeitpunkt, zu dem sie platzt.

// Markt-Timing ist ein sensibles Thema. Michael Keppler kann auch dazu mit Statistiken aus 80 Jahren Kapitalmarktgeschichte der USA aufwarten. Wer 1926 einen Dollar in US-Aktien investierte, hat daraus bis zum Jahr 2005 stolze 2658 Dollar gemacht. Ein Investment in Geldmarktpapieren dagegen hätte nur 18,40 Dollar gebracht. Beeindruckend: Ein Aktienanleger, der aufgrund falscher Timing-Entscheidungen die 38 besten Monate verpasste – das waren in 80 Jahren nur vier Prozent al-



ler Monate –, erwirtschaftete nur die Geldmarktrendite. Verkaufen ist also riskant. Dennoch werden wir Michael Keppler bitten, uns zu informieren, wenn sein Modell wieder einmal sehr geringe oder gar negative Renditen schätzt. Und sei es nur, um die Asset Allocation dann etwas defensiver zu gestalten.

pw Wie investieren Sie persönlich?

MK Ich investiere nur in Aktien. Zu 100 Prozent. Ich bin überzeugt, dass ein vermögender Investor – abgesehen von einem ausreichenden Cash-Anteil zur Bestreitung des Lebensunterhaltes – nur Aktien haben sollte.

pw Ist das nicht etwas aggressiv?

MK Tatsache ist: Wenn Sie sich auf die Erzielung des langfristig höchsten Ver-

mögenszuwachses konzentrieren, brauchen Sie Realvermögen, etwas, was mit der Wirtschaft zu tun hat. Wer in Anleihen investiert, ist letztendlich Geldverleiher. Derjenige, der sich das Geld leiht, würde dieses Geschäft nicht machen, wenn er selbst nicht mehr verdienen könnte. Der Aktionär muss also auf lange Sicht mehr verdienen.

pw Und wenn Ihr Bewertungsmodell das nächste Mal Minusrendite anzeigt?

MK Werde ich wieder nicht verkaufen. Das wäre ein interessantes Indiz. Mehr aber auch nicht. Es gibt keine absoluten Bewertungsnormen. Es wäre unklug, zu sagen, ein Unternehmensanteil ist so viel wert und basta. Die Gefahr, dass Sie mit einer derartigen Aussage plötzlich total daneben liegen, ist meines Erachtens >



sehr groß. Denn Bewertung ist immer auch eine Frage der Zeit, der Gesellschaftsstrukturen. Und die ändern sich.

pw Können Sie ein Beispiel geben?

MK Der legendäre US-Investor Benjamin Graham hatte in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts große Erfolge mit einem System, das Über- und Unterbewertungen am Aktienmarkt durch den Vergleich von Gewinnrenditen und Anleiherenditen erklärte. 1955 brach der US-Aktienmarkt aus der historischen Bandbreite nach oben aus und kehrte nie wieder zurück. Graham machte seine Firma damals zu. Warren Buffett ging 1956 nach Omaha, um seinen Hedge Fund zu starten. Graham sagte: Tu das bitte nicht, warte noch, der Markt ist viel zu teuer. Buffett macht sich heute darüber lustig und sagt: Wenn ich damals auf Graham gehört hätte, würde ich heute noch warten.

pw Was war denn passiert?

MK Eine neue Anlegergeneration war aufgetaucht. Diejenigen, die 1929 in der

Weltwirtschaftskrise viel Geld verloren hatten, waren ausgestorben. Neue Anleger waren bereit, wieder mehr für Aktien zu bezahlen. Interessant ist dabei: Die tiefste Bewertung erreichte der US-Aktienmarkt nicht 1932, 1936 oder 1945, nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs, sondern 1949. Damals lag die Dividendenrendite des US-Aktienindex S&P 500 bei 7,5 Prozent. Anleihen mit langer Laufzeit brachten 2,5 Prozent. Das traurige Ende der Geschichte ist, dass die Leute, die 1949 sagten: „Aktien, nein danke, wir investieren in sichere Renten“, Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre wieder Geld verloren haben. Denn dann kam die Inflation und die Zinsen stiegen.

pw Und die Moral von der Geschichte?

MK Prognosen sind Zeitverschwendung. Investieren Sie langfristig. Denken Sie nicht über Timing nach. Überlegen Sie stattdessen sehr genau, mit welchem Aktienanteil Sie sich angesichts der Chancen und Risiken auf lange Sicht am Aktienmarkt wohl fühlen.

// 80 Jahre US-Kapitalmarktgeschichte zeigen eindeutig: Aktien mit einer kurzfristigen Perspektive zu kaufen ist riskant. Bei einer Haltedauer von einem Jahr liegt die Wahrscheinlichkeit eines positiven Ertrags nur bei 71 Prozent. In 29 Prozent der Fälle traten also Verluste auf – zum Teil erhebliche Verluste. Wer also kurzfristig auf keinen Fall Geld verlieren will, muss auf Aktien verzichten. Anders sieht es für diejenigen aus, die sein Vermögen langfristig maximieren möchte. Auf Sicht von einem Jahr lag die Wahrscheinlichkeit, mit Aktien den höchsten Ertrag zu erzielen, immerhin bei 61 Prozent. Bei einer Anlagedauer von 21 Jahren oder mehr erreicht dieser Wert 100 Prozent. Diese Ergebnisse lassen sich tendenziell auch auf andere Märkte übertragen.

pw In Deutschland machen seit geraumer Zeit Garantieprodukte Furore, die Sicherheit mit Aktienanlage kombinieren. Ist das eine vernünftige Alternative für vorsichtigere Anleger?

MK Nein. Hier werden vollkommen unnütze Absicherungstechniken für teures Geld angepriesen. Dem Anleger wird eingeredet, er müsse „nur“ auf die Dividende verzichten. Verzichten Sie nie auf die Dividende! Die Dividende ist extrem wertvoll. Für eine langfristige Anlage in Aktien brauchen Sie auch keine Absicherung. Die kurzfristigen Schwankungen sind der „Preis“, den der Aktionär in Kauf nehmen muss, um die langfristig überdurchschnittlichen Erträge am Aktienmarkt zu verdienen.

pw Lassen Sie uns noch einen Moment Zeit verschwenden. Wie schätzt Ihr Modell aktuell die zukünftigen Renditen?

MK Wir erwarten für die Industrieländerbörsen in den nächsten drei bis fünf Jahren im Schnitt eine jährliche Rendite von 6,2 Prozent. Für die von uns dort bevorzugten Märkte [Belgien, Deutschland, Frankreich, Hongkong, Italien, Niederlande und Singapur, *Anm. d. Red.*] liegt der Satz bei durchschnittlich 8,7 Prozent. Die Zukunftsaussichten sind also nicht mehr so gut wie im Jahr 2003, als die Prognose bei 13,1 und 19 Prozent lag. Aktuell ist die Bewertung auch etwas höher als im langfristigen Durchschnitt. Aber mir sind sechs bis acht Prozent immer noch lieber als drei Prozent für Festgeld. Von der Bewertungsseite gibt es also keine Warnsignale.

pw Gilt das auch für die Emerging Markets? Rechtfertigt der Status quo noch ein Investment, nachdem sich die Kurse in 3,5 Jahren fast verdreifacht haben?

MK Ja. Insbesondere in den Ländern, in denen wir engagiert sind [Brasilien, Korea, Malaysia, Polen, Taiwan, Thailand und Türkei, *Anm. d. Red.*]. Sie sind attraktiver bewertet als die Aktienmärkte >



„Obwohl sich die Kurse in den Emerging Markets verdreifacht haben, sind wir nicht am Ende.“

der Industrienationen, und die Gewinnwachstumsraten werden mit größter Wahrscheinlichkeit höher bleiben als dort. Wir waren in diesem Jahr so aktiv wie selten, haben 25 Prozent des Depots umgeschichtet. Wir haben China, Russland und die Philippinen verkauft und haben jetzt eine Dividendenrendite von 3,4 Prozent und ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,0 im Portfolio. Das sind doch fantastische Zahlen!

pw Solange die Gewinnentwicklung positiv bleibt?

MK Ich sehe hier keine große Gefahr. Die Gewinne stehen auf solidem Fundament. Sie wachsen im Moment mit Raten um 15 Prozent. Das mag in den nächsten Jahren vielleicht etwas weniger werden. Aber selbst dann werden die Erträge wahrscheinlich weiter steigen. Und mit ihnen die Kurse.

pw Warum fehlen drei von vier BRIC-Ländern in Ihrem Depot?

MK Weil Sie aktuell zu teuer sind. Ich bin aber nicht grundsätzlich pessimistisch für BRIC-Länder [Brasilien, Russland, Indien, China, *Anm. d. Red.*]. Ich mag zwar das BRIC-Konzept nicht, weil mir absolut unverständlich ist, warum man 80 Prozent seiner Möglichkeiten freiwillig aufgibt, um sich auf vier Länder zu konzentrieren, nur weil ein Ökonom von Goldman Sachs da höhere Wachstumsraten prognostiziert. Aber letzten Endes zählt für mich nur die Bewertung. Und da sind China und Russland hoch, Indien sogar sehr hoch. Indische Aktien sind mit 4,6-mal Buchwert doppelt so teuer wie US-Aktien. Da kann ich nur sagen: Hände weg.

pw Befürworter des indischen Aktienmarktes würden sagen: Was soll's, dafür ist das Wachstum der Volkswirtschaft auch mehr als doppelt so hoch.

MK Mag sein. Ich möchte die volkswirtschaftliche Erfolgsgeschichte nicht klein-

reden. Ich behaupte aber, dass die Wahrscheinlichkeit äußerst gering ist, dass sich der indische Aktienmarkt ausgehend von einem so hohen Bewertungsniveau in den kommenden Jahren überdurchschnittlich entwickeln wird. Ein Anleger, der zu solchen Bewertungen kauft, braucht viel Glück. Im besten Fall geht es seitwärts und mündet in eine unterdurchschnittliche Entwicklung. Im schlechtesten Fall geht es bergab.

pw Es gab schon einmal eine ähnliche Emerging-Markets-Euphorie. Von 1988 bis 1993 verfünffachten sich die Kurse dort. Dann folgte eine zehnjährige Seitwärtsbewegung. Was ist heute anders?

MK Damals ging es noch viel euphorischer zu. Im jüngsten Aufschwung sind die Gewinne mit den Kursen gestiegen. Damals lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis im Schnitt bei 25. Heute liegt es bei 13,8. Wir waren also um 80 Prozent teurer. Jetzt haben wir uns in 3,5 Jahren verdreifacht und sind damit aus meiner Sicht noch nicht am Ende angelangt. Aber ich möchte Anleger nicht in Emerging Markets locken. Wofür ich werben will, ist das Thema globale Aktien. Die Industrieländer profitieren ja auch von der Emerging-Markets-Story. Unilever, Nestlé oder Siemens sind ebenfalls in diesen Ländern vertreten.

pw Stellt diese Beobachtung, dass die Welt zusammenwächst, die Aktienmärkte immer ähnlicher reagieren, Ihren Auswahlmechanismus, der ja auf Marktdifferenzen aufbaut, mittelfristig in Frage?

MK Möglicherweise in der Zukunft. Wir würden das frühzeitig erkennen. In letzter Zeit sind die Bewertungsdifferenzen zwar ein bisschen geschrumpft. Doch sie sind immer noch signifikant. Ich sehe deshalb keinen Grund, unser Vorgehen zu ändern. Aber wir bleiben auf der Hut. □

Fotos: Stefan Nimmegern

Interview: Klaus Meitingner

Kapitalfonds L.K. Schwellenländer

Feri Rating A Morningstar ***** S&P Fund Stars ☆☆☆☆☆

INVESTMENTPHILOSOPHIE

Der von Keppeler Asset Management Inc. als Subadvisor beratene Kapitalfonds L.K. Schwellenländer wird nach einem aktiven, valueorientierten und quantitativen Managementansatz verwaltet. Der Fonds investiert global in Aktien der Emerging Markets und zielt darauf ab, bei unterdurchschnittlichem Risiko den MSCI Emerging Markets Total Return Index über eine Haltedauer von 3 bis 5 Jahren zu schlagen.

INVESTMENTSTRATEGIE

Der Fonds wird nach dem Top-Value-Model gemanagt. Dabei werden Gesamtmarkt- als Kauf bzw. Verkauf nach ihren Fundamentaldaten eingestuft. Der Fonds investiert in eine Kombination von unterbewerteten Schwellenländern und bleibt so lange investiert, bis diese Märkte leicht überbewertet sind. Der Allokationsprozess strebt dabei eine Gleichgewichtung der einzelnen Länder an. Innerhalb eines jeden Schwellenmarktes orientieren sich die Sektoren- und Branchengewichtungen an dem jeweiligen Landesindex. So werden mögliche makroökonomische Risiken begrenzt. Der Fonds ist nahezu voll investiert und nicht währungsgesichert.

WICHTIGE KENNZAHLEN

Fonds:	Kapitalfonds L.K. Schwellenländer
Anlagekategorie:	Aktien Emerging Markets Welt
Auflagedatum:	24.06.1997
Geschäftsjahr:	01/07 - 30/06
Fondsvermögen:	120,74 Mio Euro
Ausgabeaufschlag:	Bis zu 5,0 %

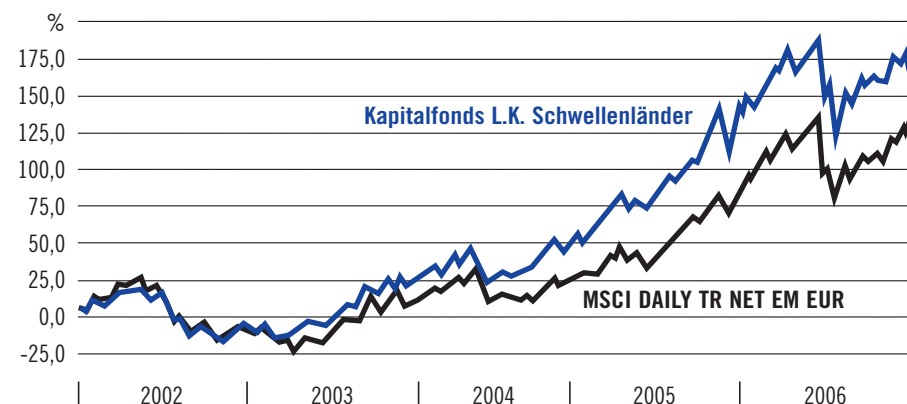
R-Anteile

ISIN:	LU0077884368
WKN:	987063
Rücknahmepreis:	96,93 Euro
Gewinnverwendung:	Thesaurierend
Verwaltungsgebühr:	1,7 %

I-Anteile

ISIN:	LU0273373760
WKN:	A0LHKG
Rücknahmepreis:	0,00 Euro
Gewinnverwendung:	Ausschüttend
Verwaltungsgebühr:	0,9 %

WERTENTWICKLUNG



Zusammengefaßte Erfolgsrechnung

	1 Monat	3 Monate	YTD	Jahr 2005	Jahr 2004	Seit Auflage
Fonds	1,47 %	7,33 %	11,21 %	63,77 %	20,37 %	-3,07 %
Benchmark	4,56 %	9,66 %	13,17 %	54,72 %	16,42 %	*
Outperformance	-3,1 %	-2,33 %	-1,97 %	9,05 %	3,95 %	

Annualisierte Wertentwicklung

	1 Monat	3 Monate	YTD	Jahr 2005	Jahr 2004	Seit Auflage
Fonds	18,68 %	32,4 %	12,35 %	63,77 %	20,31 %	-0,33 %
Benchmark	69,13 %	44,17 %	14,53 %	54,72 %	16,37 %	*
Outperformance	-50,45 %	-11,77 %	-2,18 %	9,05 %	3,94 %	

* Benchmark erst am 29. Dezember aufgelegt

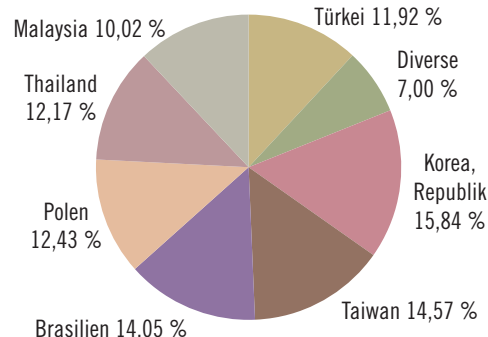
RISIKO-INDIKATOREN

Fonds	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre
Volatilität	17,34 %	15,99 %	15,21 %
Sharpe	0,61	1,96	1,82
Beta	0,68	0,72	0,66
Tracking Error	13,58 %	12,28 %	12,38 %
Benchmark			
Volatilität	17,85 %	15,49 %	15,77 %
Sharpe	0,89	1,95	1,47

10 GRÖSSTE POSITIONEN

ISHARES MSCI TAIWAN INDEX FD	4,47%
ANGLO AMERICAN PLC- UNPS ADR	2,83%
CIA. VALE DO RIO DOCE-SP ADR	2,73%
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	2,55%
PETROLEO BRASILEIRO S.A.-ADR	2,38%
SAMSUNG ELECTRONICS-PFD	2,13%
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	1,99%
POLSKI KONCERN NAFTOWY S.A.	1,92%
AKBANK T.A.S.	1,9%
PTT PCL/FOREIGN	1,84%

LÄNDERGEWICHTUNG



Kapitalfonds L.K. Schwellenländer I GS&P und Michael Keppler

PRESSESTIMMEN:

„Der Kapitalfonds L.K. Schwellenländer gehört langfristig zu den besten globalen Schwellenländerfonds und ist ein Top-Produkt in Bezug auf das Risiko-Ertrag-Verhältnis (Sharpe Ratio). Er wies in den letzten 5 Jahren nicht nur einen herausragenden Mehrertrag auf, sondern erzielte diese Leistung auch mit einem kontrollierten Risiko.“

Geld & Börse in Kooperation mit e-fundresearch Februar 2007 –

„Schwellenländer-Aktienfonds für Vorsichtige“

„Keppler Asset Management ist im dritten Jahr in Folge der beste Nischenplayer von über 100 geprüften Fondsgesellschaften ... Bei der Beurteilung von Fondsqualität und Management erhält Keplers Haus als einzige Fondsboutique die volle Punktzahl.“

Capital Ausgabe Nr. 4 / 2007 – „Die Champions der Fondsbranche“

„Während Michael Keppler von Keppler Asset Management hinreichend bewiesen hat, dass er ein sehr guter Länderexperte ist, ... Das belegen die hervorragenden Erträge der Fonds, etwa der L.K. Schwellenländerfonds ... von Keppler Asset Management.“

New Investor – Verlagsgruppe Handelsblatt – Ausgabe Nr. 4 / Dezember 2006

„der L.K. Schwellenländerfonds gehört zu den besten global anlegenden Emerging Markets Fonds“... „ Wer das Risiko eines Schwellenländer – Engagements... reduzieren möchte, sollte auf einen Fonds setzen, der das Geld seiner Anleger ... möglichst breit streut. Der Kapitalfonds L.K. Schwellenländer ist solch ein Fonds.“

Börse am Sonntag vom 13.11.2005 : Kapitalfonds L.K. Schwellenländer

„Top-Performer auf 3-Jahres-Sicht ist der Kapitalfonds LK Schwellenländer, der in diesem Zeitraum knapp 170 Prozent zugelegt hat.“

fonds kompakt vom 08.11.2005 : Schwellenländer - erwachende Giganten

GS&P

Institutional Management

Die **GS&P Institutional Management GmbH** ist ein Tochterunternehmen der 1986 in Düsseldorf gegründeten GS&P Vermögensverwaltersozietät GmbH, die vermögende Privatkunden betreut und mit einem verwalteten Vermögen von ca. 1,8 Mrd. zu den größten bankunabhängigen Vermögensverwaltern in Deutschland zählt.

Das ausschließlich von Partnern gehaltene Gesellschaftskapital und das auf Unabhängigkeit ausgerichtete Unternehmensleitbild verhindern Interessenskonflikte und stehen für eine jederzeit an den Kundeninteressen ausgerichtete Unternehmen- und Anlagepolitik.

Die Betreuung der Institutionellen Anleger und Vertriebspartner verantwortet die GS&P Institutional Management GmbH, die einen auf Zielsetzungen und Anforderungen dieser Kundengruppe zugeschnittenen Service bietet.

Für den mehrfach von nationalen und internationalen Ratingagenturen ausgezeichneten Kapitalfonds L.K. Schwellenländer ist **Kepler Asset Management Inc.**, New York, seit über 10 Jahren ein kompetenter Partner.

Der Kapitalfonds L.K. Aktien-Global-Dividends Fund wird ebenfalls von Kepler Asset Management Inc. beraten. Der Fonds ist auf die Erzielung hoher und stabiler Dividendeneinkommen ausgerichtet. Durch die nahezu gleichgewichtete Anlage in Schwellen- und Industrieländer bietet der Fonds interessante Wachstumspotentiale und erhebliche Diversifikationseffekte.

Fonds (Stand per 31.12.2006)	ISIN	Performance in %	
		1 Jahr	3 Jahre
Kapitalfonds L.K. Schwellenländer	LU0077884368	13,40	122,25
Kapitalfonds L.K. Aktien Global Dividends	LU0047984900	9,46	37,95

Kontakt:

GS&P Institutional Management GmbH,
Königsallee 60, 40212 Düsseldorf,
Tel.: 0211/139990
Herr Dr. Harald Glocker
Herr Wolfgang Zinn
Email: info@gsp-d.com