

# TOP NEWS



Ausgabe  
3/2007

BCA AG  
Verbund unabhängiger  
Finanzdienstleister

Plus  
Sonderbeilage:

## DIE QUANT-FONDS

Quantitative Titel-  
auswahl „zählt“  
sich aus



# ZUKUNFT VOLLSORTIMENTER

... in Sachen Finanzdienstleistung

# WELTWEIT INVESTIEREN: RISIKOKONTROLLE IST DER SCHLÜSSEL ZUM ERFOLG

**Alfred Kaiser (BCA Investment Research) im Gespräch  
mit Michael Keppler, Keppler Asset Management Inc., New York**

VON ALFRED KAISER

*Am 2.7.2007 legte die LBB-INVEST den Keppler-Global Value-LBB-INVEST auf. Ein Aktienfonds, bei dem das Team von Michael Keppler ein All-Country-Konzept verfolgt. Ziel ist es, einen global anlegenden Fonds mit äußerst breitem Anlagespektrum anzubieten und durch optimal aufeinander abgestimmte Markt- und Aktienaushwahlverfahren ein besonders günstiges Ertrags-/Risikoprofil zu schaffen.*



**ALFRED KAISER: Herr Keppler, was unterscheidet Keppler-Fonds von anderen Investmentfonds? Wie würden Sie Ihren persönlichen Investmentstil beschreiben und welches Risiko fahren Sie dabei gegenüber der Benchmark?**

MICHAEL KEPPLER: Strategiebedingte Benchmarkabweichungen betrachten wir nicht als Risiko, sondern als Voraussetzung zur Erzielung von Überrenditen. Viele Fondsmanager lehnen ihre Portfolios sehr nah am Vergleichsindex an. Wir tun das nicht, denn die Anlagerisiken liegen unserer Ansicht nach ganz woanders. Wer in der Hoffnung auf schnelle Gewinne zu überhöhten Preisen Aktien kauft, geht ein hohes Risiko ein. Emotionalität, mangelnde Disziplin und kurzfristiges Denken sind Risikofaktoren, die wir durch unseren Investmentstil ausschalten wollen. Wir betreiben quantitatives Value-Investing. Das heißt, wir versuchen, die Diskrepanzen zwischen dem Kurswert von Aktien und ihrem inneren Wert, der sich durch das irrationale Verhalten von Marktteilnehmern ergibt, systematisch zu nutzen.

**Wie handhaben Sie dies beim LBB-INVEST-Fonds konkret?**

Im Fall des Keppler-Global Value-LBB-INVEST investieren wir in die preisgünstigsten Aktienmärkte weltweit, die wir nach objektiven quantitativen Kriterien ermitteln und innerhalb der jeweiligen Portfolio-Segmente (Hauptaktien- und Schwellenländermärkte) annähernd gleich gewichten. Dabei wollen wir – vereinfacht ausgedrückt – ein Maximum an Substanz- und Ertragswert zu einem möglichst geringen Preis erwerben. Bei der Bewertungsanalyse stützen wir uns ausschließlich auf bekannte Zahlen und Fakten, nicht auf Prognosen oder Schätzungen. Denn letztere sagen in der Regel mehr über den Prognostiker als über das Unternehmen aus. Auf Sicht eines Jahres weichen beispielsweise IBES-Gewinnschätzungen<sup>1</sup> um bis zu 50 Prozent von den tatsächlichen Ergebnissen ab. Kauf- und Verkaufsentscheidungen auf Basis solcher Schätzungen zu treffen, wäre m.E. Spekulation. Wir sind Investoren, keine Spekulanten, und gehen bei der Überprüfung der fundamentalen Unternehmensdaten, die der Titelauswahl aus einem Universum von über 30.000 Aktien zugrunde liegen, sehr sorgfältig vor. Die „Sicherheitsmarge“, die sich aus dem Bewertungsvorteil unseres Portfolios gegenüber der Benchmark ergibt, bringt eine Risikoreduzierung um bis zu 30 Prozent.

1) IBES Gewinnschätzungen: IBES = Institutional Brokers' Estimate System. Die Datenbank I/B/E/S von Thomson Financial enthält die Gewinnschätzungen von Banken und einzelnen Analysten zu Unternehmensgewinnen.

**„Denn nur wer sich langfristig am Aktienmarkt engagiert,  
kann den Zinseszinsseffekt, den Albert Einstein  
zu Recht als achtetes Weltwunder bezeichnete, nutzen.“**

**Warum ist diese Risikoreduzierung so wichtig?**

Die Kontrolle des Verlustrisikos ist für den Anlageerfolg ganz wesentlich. Denn je höher ein Verlust ausfällt, desto schwerer wird es, ihn wieder aufzuholen. Wer 10 Prozent verliert, muss 11,1 Prozent verdienen, um den Wertrückgang zu kompensieren. Bei einem Verlust von 33,3 Prozent sind bereits 50 Prozent erforderlich; und bei einem 50%igen Rückgang müssen sich die Kurse verdoppeln, um das Ausgangsniveau wieder zu erreichen.

Die wichtigsten Merkmale unseres Investmentstils sind also Risikokontrolle durch Wertorientierung und Diversifikation, Benchmarkunabhängigkeit, quantitative Methoden, die uns zu Disziplin zwingen und vor dem schlimmsten Feind jedes Anlegers – nämlich uns selbst – schützen, Prognosefreiheit und eine langfristige Perspektive, die wir auch unseren Fondsanlegern ans Herz legen. Denn nur wer sich langfristig am Aktienmarkt engagiert, kann den Zinseszinsseffekt, den Albert Einstein zu Recht als achtetes Weltwunder bezeichnete, nutzen.

**Wo sehen Sie besondere Chancen und Risiken für Ihren Fonds, sich in Zukunft zu positionieren?**

Die besonderen Chancen des All-Country-Konzepts ergeben sich aus dem breiten und reichhaltigen Anlageuniversum, das derzeit 50 Industrie- und Schwellenländerbörsen umfasst. Wir können also aus dem Vollen schöpfen, Bewertungsdifferenzen nutzen und haben die Möglichkeit, immer in die attraktivsten und damit aussichtsreichsten Aktienmärkte der Welt zu investieren.

Zurzeit sehen wir das größte Renditepotenzial in Europa, und zwar in Deutschland, Belgien, den Niederlanden, Frankreich, Italien, Spanien und Großbritannien, sowie in Polen und in der Türkei; in den asiatischen Ländern Thailand, Taiwan, Malaysia und Korea, aber auch in Brasilien. Die meisten Anleger haben einen gewissen „Home Bias“, d.h. eine Präferenz für den heimischen Markt, und tendieren dazu, inländische Aktien überzugewichten. Dadurch können Klumpenrisiken entstehen. Ein globales Value-Portfolio bietet langfristig die Chance auf höhere Erträge. Gleichzeitig sind die Risiken breit gestreut. Der Diversifikationsvorteil ist nicht zu unterschätzen. Natürlich ist bei allen Aktieninvestments stets mit hohen kurzfristigen Ertragsschwankungen zu rechnen. Langfristig orientierten Anlegern sollte der Keppler-Global Value-LBB-INVEST jedoch attraktive Chance-/Risiko-Perspektiven bieten.

**Wie würden Sie die Zielsetzung Ihres Fonds hinsichtlich des Investment- und Branchenansatzes sowie der Titelauswahl beschreiben?**

Unser Ziel ist es, den MSCI Weltaktienindex auf Sicht von drei bis fünf Jahren mit einem möglichst geringen Verlustrisiko zu schlagen. Die Vertreter der modernen Portfolio-Theorie glauben zwar, dass höhere Erträge nur bei Eingehen höherer Risiken möglich sind.

Ich bin jedoch überzeugt, dass genau das Gegenteil der Fall ist. Der vorsichtige Anleger wird langfristig mit den höchsten Renditen belohnt, weil das Geldanlegen, wie der Harvard-Ökonom und Investmentberater Charles Ellis in seinem berühmten Aufsatz dargelegt hat, ein „Loser's Game“ ist. Im Gegensatz zu einem „Winner's Game“ wie Tennis, das derjenige gewinnt, der die meisten Punkte erzielt, geht aus einem „Loser's Game“ derjenige als Sieger hervor, der die wenigsten Punkte verliert, also möglichst wenige Fehler begeht.

Beim Keppler-Global Value-LBB-INVEST besteht die Alpha-Strategie, mit der wir das „Loser's Game“ für uns entscheiden wollen, aus der wertorientierten Marktauswahl auf Basis umfangreicher quantitativer Analysen und der Gleichgewichtung der absolut, relativ und im historischen Vergleich preisgünstigsten Märkte in ihrer jeweiligen Kategorie. Ca. 70 Prozent des Fondsvermögens werden in den Industrieländern und ca. 30 Prozent in den Schwellenländern angelegt. Unserer Erfahrung nach heben sich die Unterbewertungen auf der Marktebene im Durchschnitt innerhalb von drei bis fünf Jahren aufgrund des Mean-Reversion-Prinzips wieder auf. Bei Erreichen einer leichten Überbewertung eines Marktes verkaufen wir die entsprechenden Positionen und sichten das Portfolio zugunsten günstiger bewerteter Märkte um.

Umgesetzt wird die Marktauswahlstrategie durch sorgfältig zusammengestellte Länderportfolios, in denen attraktiv bewertete Titel leicht übergewichtet werden, die jedoch auf der Marktebene im Wesentlichen sektor- und branchenneutral sind. Auf der Ebene des Gesamtportfolios kann die Branchengewichtung allerdings – ebenso wie die Ländergewichtung – deutlich von der Benchmark abweichen.

**Setzen Sie in Ihrem Konzept mehr auf Blue Chips oder auf Nebenwerte?**

Weder noch. Das Konzept ist „size-neutral“ und orientiert sich in erster Linie an den Bewertungen.

**Verfolgen Sie dabei mehr einen Value- oder einen Growth-Ansatz?**

Value und Growth sind unserer Ansicht nach zwei Seiten derselben Medaille. Wir sehen hier keinen Gegensatz. Unsere Untersuchungen haben gezeigt, dass die von uns als attraktiv eingestuften Value-Märkte die höchsten Wachstumsraten aufweisen, während die „Growth“-Märkte dieser Bezeichnung nur selten gerecht werden.

**Welche Rolle spielt in Ihrem Managementprozess der Einsatz von derivativen Instrumenten?**

Keine nennenswerte Rolle. Wir arbeiten in der Regel nicht mit Derivaten. >>

## WELTWEIT INVESTIEREN: RISIKOKONTROLLE IST DER SCHLÜSSEL ZUM ERFOLG

(FORTSETZUNG)

### Wenn Sie einen international ausgerichteten Aktienfonds managen, wie selektieren Sie die Vielzahl der in Frage kommenden Anlageobjekte (qualitativer oder quantitativer Ansatz)?

Der Investment-Prozess beginnt mit umfangreichen Plausibilitätsprüfungen und einer eingehenden quantitativen Bewertungsanalyse. Mit Hilfe von selbst entwickelten, akribisch getesteten Modellen trifft der Computer eine Vorauswahl aus über 30.000 Aktien, die in einem zweiten Schritt einer qualitativen Überprüfung unterzogen werden.

### Was hebt Ihrer Meinung nach die Mentalität deutscher Anleger von derjenigen anderer Nationen ab?

Deutsche sind die größten Spekulanten und die schlechtesten Investoren. Viele lassen sich beispielsweise durch Steuersparmodelle zu unrentablen Anlagen verleiten. Im Gegensatz zu den USA gibt es in Deutschland nur eine sehr unzureichende Aktienkultur. Unter anderem auch aufgrund einer falschen Risikowahrnehmung. Auf sehr lange Sicht sind Sparbücher wesentlich riskanter als Aktien. Doch der vorprogrammierte Kaufkraftverlust scheint viele Sparer nicht zu bekümmern.

### Wie hoch fahren Sie in guten Zeiten den maximalen Aktienanteil und wie hoch ist der Anteil der Nebenwerte bei Ihrem Produkt?

In der Regel sind wir voll investiert und gehen nur selten über den Investitionsgrad von 100 Prozent hinaus. Leichte Abweichungen von dieser Regel können sich durch Mittelzu- bzw. Mittelabflüsse ergeben, halten sich aber in einem zu vernachlässigenden Rahmen. In der Wahl zwischen Standard- und Nebenwerten sind wir völlig flexibel. Wir orientieren uns an deren Performance-Erwartungswerten.

### Wie gehen Sie mit den Investmentrisiken in Entwicklungsländern und der hohen Volatilität um?

Obwohl es in der Investmentbranche immer noch weit verbreitet ist, das Anlagerisiko an der Volatilität der Portfolioerträge zu messen, halte ich nicht viel von dieser Praxis. Ähnlich wie Ingenieure, die zur Berechnung von technischen Risiken die Eintrittswahrscheinlichkeit mit der Schadenshöhe multiplizieren, definieren wir Risiko als Erwartungswert eines Periodenverlustes und verstehen unter Risikokontrolle die größtmögliche Begrenzung der Eintrittswahrscheinlichkeit und potenziellen Höhe von realisierten und nicht realisierten Verlusten. Der Verlusterwartungswert spiegelt das intuitive Risikoempfinden eines Anlegers weit besser wider als Ertragsschwankungen um einen Durchschnittswert.

So beunruhigend hohe Ausschläge nach unten für den Anleger kurzfristig sein können, so willkommen sind hohe Ausschläge nach oben. Eine hohe Standardabweichung der Anlagerendite lässt nicht notwendigerweise auf ein hohes Anlagerisiko schließen. Anlageri-



siken sind zeitabhängig. Je länger der Anlagehorizont, desto unbedeutender sind kurzfristige Ertragsschwankungen. Bei konsequenter Anwendung des „Margin of Safety“-Prinzips und internationaler Diversifikation brauchen sich langfristig orientierte Anleger durch hohe Volatilitäten nicht den Schlaf rauben zu lassen.

### Wo sehen Sie auf Sicht der nächsten sechs bis zwölf Monate die größten Risiken für den Investor? Wo brauen sich Gefahrenquellen zusammen?

Ich beurteile die Aussichten für die Aktienmärkte in den nächsten sechs bis zwölf Monaten weiterhin optimistisch. Noch nie in der Geschichte war die Ertragslage der Unternehmen so gut wie heute. Die Eigenkapitalrenditen des MSCI Weltaktienindex liegen bei 16 Prozent. Da sollten auch moderat steigende Zinsen kein großes Problem darstellen. Selbstverständlich könnte sich eine Verschlechterung der Ertragsaussichten der Unternehmen auf die Aktienmarktentwicklung negativ auswirken. Doch da die Eintrittsbarrieren im globalen Wettbewerb in den letzten Jahren immer höher geworden sind, dürften die Unternehmen weiterhin gut verdienen. Ich sehe also keinen Grund, Sturmwarnung zu geben.

### Wie schätzen Sie die aktuelle Lage an den internationalen Aktienmärkten ein? Wo sehen Sie den Stand der einzelnen Konjunkturzyklen einzelner Länder, und wie lange sollten diese noch andauern?

Wie gesagt, die Aussichten bleiben weiterhin gut. Eine konjunkturelle Abschwächung in China könnte allerdings nicht nur dort, sondern auch in anderen Ländern zu Kurskorrekturen führen. Dabei scheint mir jedoch der psychologische Einfluss wichtiger zu sein als der tatsächliche, da die Ampeln für eine mittel- bis längerfristige Fortsetzung der positiven Entwicklung der Weltkonjunktur weiter auf Grün stehen. Für langfristig orientierte Anleger wären Kurschwächen deshalb eine gute Kaufgelegenheit.

### Wie bewerten Sie die aktuell nachlassende Dynamik der Wachstumsraten der Unternehmensgewinne (USA, vor allem in Japan und in geringerem Maße in Europa)?

Dass die Gewinnwachstumsraten nach vier Jahren Wirtschaftsaufschwung zur Zeit etwas rückläufig sind, beunruhigt mich in keiner Weise. Den Unternehmen geht es so gut wie nie zuvor.

## „Noch nie in der Geschichte war die Ertragslage der Unternehmen so gut wie heute.“

Wichtig ist jetzt nicht das Gesamtwirtschaftswachstum oder das Gesamtgewinnwachstum, sondern das Wachstum pro Aktie. Wenn die Unternehmen ihre üppigen Gewinne dazu benutzen, eigene Aktien zurückzukaufen oder andere Unternehmen aufzukaufen, um Synergien zu schaffen, können die Aktienkurse selbst in einem gesamtwirtschaftlich stagnierenden Umfeld steigen. Im Übrigen könnte sich das Gewinnwachstum der US-Unternehmen wegen des schwachen US-Dollars durchaus wieder beschleunigen.

**Wie hoch sind die Risiken im Vergleich zum Heimatmarkt, die ein deutscher Anleger eingeht, wenn er in den Entwicklungsländern anlegt?**

Die Kursvolatilitäten sind in den Entwicklungsländern höher als in Deutschland und werden durch politische Turbulenzen noch verstärkt. Durch eine breite Diversifikation und Konzentration auf preisgünstige Märkte lassen sich die Risiken von Emerging Markets-Investments jedoch reduzieren. Langfristig bieten die Schwellenländermärkte weiterhin sehr attraktive Ertragsperspektiven. Aus diesem Grund kann man die Vorteile eines langfristigen Aktienengagements auch nicht oft genug betonen. Versuche, den günstigsten Einstiegszeitpunkt für Aktieninvestments zu finden, sind meist zum Scheitern verurteilt.

**Von Market-Timing halten Sie also nichts?**

Genau. Der größte Feind des systematischen Vermögensaufbaus ist übermäßiger Aktivismus, getrieben durch die Hoffnung auf schnelle Börsengewinne: „Hin und Her macht Taschen leer.“ Zum erfolgreichen Investieren braucht man Disziplin und Geduld. Für Disziplin ist beim Keppler-Global Value-LBB-INVEST dank unserer strikt wertorientierten Strategie und eines methodischen, systematischen Investmentprozesses auf Basis von objektiven Entscheidungskriterien gesorgt. Die entsprechende Geduld sollten die Fondsanleger mitbringen, wenn sie das langfristige Ertragspotenzial globaler Aktienanlagen optimal nutzen wollen!

**Herr Keppler, herzlichen Dank für das Gespräch.** \$



**MICHAEL KEPPLER**  
Inhaber und  
Geschäftsführer der  
Keppler Asset Management  
Inc., New York

Michael Keppler ist Inhaber und Geschäftsführer der Keppler Asset Management Inc., eines 1992 in New York gegründeten Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsunternehmens.

Als einer der Pioniere des quantitativ-fundamentalen Investment-Managements steuert er seit ca. 14 Jahren erfolgreich internationale Aktienfonds mit innovativen Value-Konzepten. Das Anlageziel aller von Keppler Asset Management betreuten Fonds ist die Erreichung einer langfristig überdurchschnittlichen Wertentwicklung bei reduziertem Risiko. Heute berät bzw. managt das Unternehmen mehr als 20 Fonds mit einem Volumen von über 4 Mrd. US-Dollar.

## „Ist es eigentlich sinnvoll, in einen neuen Fonds zu investieren?“

*Anwesend beim Interview mit Michael Keppler war auch Dyrk Vieten, der deutsche Mitinitiator und Geschäftsführer der LBB-INVEST, der noch Auskunft zu dem interessanten Konzept des Unternehmens gab, einen neuen Fonds unter Realbedingungen zu testen, bevor er fürs Publikum aufgelegt wird.*

**Herr Vieten, im Gegensatz zu vielen anderen Fonds, die dem Anleger neu angeboten werden, kann der Keppler-Global Value-LBB-INVEST auf eine reale Historie an der Börse zurückgreifen. Wie sieht dieses Konzept genau aus?**



**DYRK VIETEN**  
Geschäftsführer  
der LBB-INVEST

DYRK VIETEN: „Die dem Keppler-Global Value-LBB-INVEST zugrunde liegenden Strategien gibt es bereits bei real am Markt existierenden Fonds seit vielen Jahren. Das Neuartige ist, dass wir diese Strategien zu einem einzigen Fonds zusammengefasst haben, mit einem optimalen Mischungsverhältnis zwischen Industrie- und Schwellenländern.“

Bevor wir aber Fonds für das Publikum auflegen, investieren wir zuerst eigenes Geld unseres Mutterkonzerns. Erst nach erfolgreichen Tests wird aus einem Spezialfonds ein Publikumsfonds!

Die zurückgerechnete Performance ist also real eingetreten und stellt keine bloße theoretische Rückrechnung dar.

Damit kann der Investor von Beginn an auf bereits getestete Strategien zugreifen, was das Risiko für den Anleger schmälert, da das Konzept in der Praxis schon funktioniert. Dies haben wir bereits in der Vergangenheit so gehandhabt – bei der Auflegung von Keppler-Fonds ebenso wie bei anderen Investmentfonds der LBB-INVEST.“

Verblüffend einfach:  
Der Markt macht den Erfolg.



So wächst Vermögen.

**LBB INVEST**

Langjährige Erfahrung im Bereich der internationalen Aktienmärkte: Die Kepler Asset Management Inc. und ihre prämierten Aktienfonds weisen seit Jahren überdurchschnittliche Wertentwicklungen auf. Profitieren Sie mit dem **Kepler-Global Value-LBB-INVEST** von der Zusammenarbeit mit der LBB-INVEST. Informationen und die gesetzlichen Verkaufsunterlagen erhalten Sie bei der LBB-INVEST.