



# „Der **Technologie-**sektor ist inzwischen extrem überbewertet“

Value-Investments stehen schon seit geraumer Zeit nicht mehr auf den Favoritenlisten der Anleger. Davon lässt sich ein streng wertorientierter Fondsmanager wie **Michael Keppler** nicht irritieren.

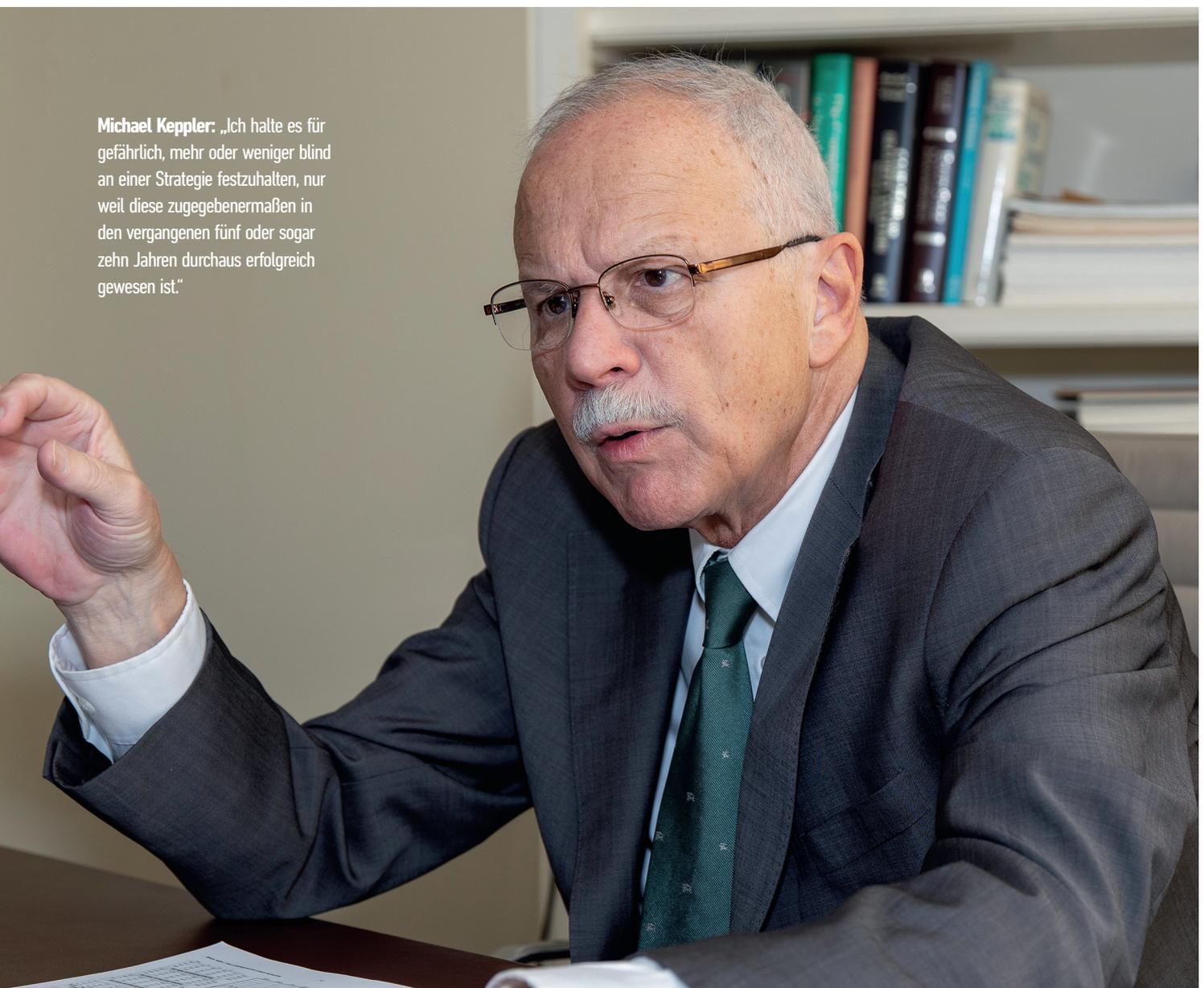
**B**ereits seit dem Jahr 1983 lebt und arbeitet Michael Keppler in New York. Neun Jahre lang war er zunächst für die dortige Niederlassung der Commerzbank tätig, bevor er sich 1992 zur Gründung seines eigenen Unternehmens namens Keppler Asset Management entschloss. Aufgrund zahlloser Anlageerfolge in den neunziger Jahren und der Zeit nach dem Millenniumwechsel gilt der gebürtige Ingolstädter vielen Marktbeobachtern auch heute noch als eine Art Legende des Value-Investments. Das hat er vor allem seiner Hartnäckigkeit zu verdanken. Denn anders als viele andere wertorientierte Investoren ist Keppler seiner Anlagephilosophie bis

heute treu geblieben. Das ist insofern bemerkenswert, als speziell das Value-Investing schon seit Jahren einen extrem schweren Stand hat. Denn die Musik spielt im Grunde schon seit der Finanzkrise von 2008 bei den wachstumsorientierten Investments. Das hat auch Keppler in Form von rückläufigen Assets zu spüren bekommen, weil manch ein Kunde ihm aufgrund ausbleibender Anlageerfolge den Rücken gekehrt hat. Wir wollten von ihm wissen, wie es mit den Keppler-Fonds weitergeht, und haben den Fondsmanager zu einem gemeinsamen Analysegespräch mit Detlef Glow, Head of EMEA Research bei Refinitiv Lipper, eingeladen.

**Hans Heuser: Herr Keppler, das sogenannte Value-Investing hat viele Facetten. Was kennzeichnet speziell Ihr Anlagekonzept?**

*Michael Keppler:* Unsere Investmentphilosophie wurzelt im „Margin of Safety“-Konzept, das Benjamin Graham, gewissermaßen der Vater der Wertpapieranalyse, bereits 1934 in seinem gemeinsam mit David L. Dodd verfassten Grundlagenwerk „Security Analysis“ – zu deutsch „Wertpapieranalyse“ – beschrieben hat. Im Grunde vertrauen wir dabei auf den einfachen kaufmännischen Grundsatz, wonach der Gewinn im Einkauf liegt. Graham hat eines überzeugend gezeigt: Wenn ein Investment deutlich unter seinem inneren Wert gekauft wird,

**Michael Keppler:** „Ich halte es für gefährlich, mehr oder weniger blind an einer Strategie festzuhalten, nur weil diese zugegebenermaßen in den vergangenen fünf oder sogar zehn Jahren durchaus erfolgreich gewesen ist.“



dann kann während der Haltedauer sogar einiges schief laufen, aber man ist dennoch nicht in Gefahr, einen nennenswerten Verlust zu erleiden. So wie Warren Buffett einmal gesagt hat, dass man nicht das Gewicht einer Person kennen müsse, um festzustellen, ob sie dünn oder dick sei, reicht es für die grobe Einschätzung einer Aktie aus, zu wissen, dass sie bei einem Kurs von 150 teuer und bei einem Kurs von 50 preiswert ist. Allerdings kommt bei unserem Konzept noch ein entscheidender Aspekt hinzu, die Einbeziehung des zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnisses, eine Kennzahl, die wir dem Nobelpreisträger Robert Shiller verdanken.

**»Als Fondsmanager hat man nicht deswegen recht, weil man eine andere Meinung vertritt als andere Investoren.«**

**Michael Keppler, Keppler AM**

*Detlef Glow:* Warum ist dieser Aspekt so entscheidend? Geben Sie uns ein Beispiel?

*Keppler:* Nehmen wir eines aus der Landwirtschaft: Wenn Sie Ackerland kaufen möchten, werden Sie den angemessenen Preis nicht anhand der Spitzenernte bemes-

sen, die damit erzielbar sein wird. Sie werden vielmehr gute und schlechte Erntejahre in die Berechnung einbeziehen, um eine Art Durchschnittswert über mehrere Zyklen zu berücksichtigen. Analog ermöglicht uns das Shiller-KGV, den heutigen Wert eines Investments anhand der durchschnittlichen Ergebnisse in den vergangenen zehn Jahren zu beurteilen.

*Heuser:* Sehen Sie sich denn sozusagen automatisch als Antizykliker, als Contrarian?

*Keppler:* Keineswegs. Schon unter einer rein philosophischen Betrachtung gibt es reines Contrarian-Investing im Grunde nicht sehr viel her. Denn als Fondsmanager hat man



nicht deswegen recht, weil man eine andere Meinung vertritt als andere Investoren. An bestimmten Extremwerten mag sich Value-Investing zwar als konträr erweisen. Aber Sie behalten in der Regel nur dann recht, wenn Ihre Logik stimmt und Ihre Berechnungen richtig sind. Nur das definiert, ob eine Aktie attraktiv bewertet ist oder eben nicht.

**Heuser:** Mit der Performance Ihrer Fonds in den zurückliegenden Jahren werden aber weder Sie noch Ihre Anleger zufrieden sein. Wie lange halten Sie das noch durch?

**Keppler:** Zugegeben, die vergangenen Jahre waren für uns alles andere als ein Zuckerschlecken, was die Entwicklung der verwalteten Assets und die Performance in einem Fonds wie etwa dem Global Advantage Major Markets High Value betrifft. Einmal abgesehen von einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung im Jahr 2017 und einem zufriedenstellenden Ergebnis im vergangenen Jahr haben wir als Value-Investor es in den zurückliegenden Jahren alles andere als einfach gehabt. Die Frage ist aber weniger, ob wir das weiter durchhalten, denn ich werde doch nicht nach mehr als

**»Uns gibt es immer noch, obwohl oder eben gerade weil wir unseren Prinzipien treu geblieben sind.«**

**Michael Keppler, Keppler AM**

40 Jahren, in denen ich dieses Konzept erfolgreich verfolge, meinen Anlagegrundsätzen untreu werden. Die Frage ist eher, wie lang unsere Anleger die Geduld und das Vertrauen in unsere Anlagephilosophie behalten werden, um weiter dabei zu bleiben. Die jüngste Entwicklung hinsichtlich der Mittelzuflüsse in unsere Fonds stimmt mich allerdings zuversichtlich.

**Glow:** Inwiefern?

**Keppler:** Es dürfte niemandem entgangen sein, dass das Segment der Value-Investoren sich in den vergangenen Jahren durchaus verändert hat. Viele wertorientierte Fondsmanager haben angesichts der Marktentwicklung ihre Grundsätze verändert oder

sind ganz vom Markt verschwunden. Uns gibt es immer noch, obwohl oder eben gerade weil wir unseren Prinzipien treu geblieben sind. Immerhin verwalten wir insgesamt immer noch rund eine Milliarde US-Dollar in unseren Publikums- und Spezialfonds. Das hängt neben einer intensiven Betreuung unserer Kunden wahrscheinlich damit zusammen, dass wir offenbar eine bestimmte Art von Anlegern ansprechen.

**Glow:** Was meinen Sie konkret mit „einer bestimmten Art von Anlegern“?

**Keppler:** Es sind vor allem unternehmerisch geprägte Anleger, die in unsere Fonds investieren. Darunter sind neben Family Offices und unabhängigen Vermögensverwaltern auch selbstständige Unternehmer. In diesen Kundengruppen verzeichnen wir speziell in den vergangenen Monaten wieder Mittelzuflüsse. Zudem sind gerade in der jüngeren Zeit einige unserer ehemaligen Kunden zu uns zurückgekehrt, nachdem sie dem Value-Investment eine Zeitlang den Rücken gekehrt hatten. Viele haben erkannt, dass Technologiewerte zwar hervorragend gelaufen sind, inzwischen aber böse abgestraft werden, sobald es mit den Erträgen nicht mehr läuft wie erwartet. Man erinnere sich nur an die jüngsten Entwicklungen um einen Wert wie SAP.

**Heuser:** Mit welchen Argumenten können Sie denn Ihre Anleger noch überzeugen in einer Zeit, da mancher Beobachter behauptet, Value-Investing sei tot?

**Keppler:** Es gibt genügend Beispiele aus der Vergangenheit, die belegen, dass es nicht sinnvoll ist, sich an ein Investment zu klammern, nur weil es in der jüngeren Vergangenheit gute Ergebnisse erzielt hat. Das war 1989 so, als sich der japanische Aktienmarkt in der Folge glatt halbiert hat. Und das war auch 1980 so, als viele Anleger den Zeitpunkt verpasst haben, aus dem Ölsektor auszusteigen, nur weil der sich in den siebziger Jahren nahezu verzehnfacht hatte.



**Glow:** Und eine solche Phase sehen Sie auch jetzt wieder auf wachstumsorientierte Investoren zukommen?

**Keppler:** Durchaus! Schauen Sie sich doch nur die Bewertungen von Technologiewerten heutzutage an. Der Sektor Informationstechnologie ist inzwischen im MSCI World Index mit einem Viertel der weltweiten Marktkapitalisierung gewichtet. Damit ist diese Branche nach unseren Berechnungen mittlerweile extrem überbewertet, konkret um 85 Prozent. Das heißt im Grunde nichts anderes, als dass wir bei den Technologiewerten heute tendenziell an einem Punkt sind, wo wir 1989 mit japanischen Aktien und 1980 mit dem Ölsektor waren.

**Heuser:** Das klingt ja schon fast nach einer Warnung.

**Keppler:** So ist es auch gemeint. Denn gerade die gut gelaufenen Technologiewerte, allen voran die sogenannten FAANG-Aktien, haben inzwischen schon so etwas wie astronomisch hohe Bewertungsrelationen erreicht. Immerhin verdienen Unternehmen wie zum Beispiel Tesla noch Geld, wenn auch sehr wenig, bezogen auf den

**»Die Prinzipien, die seit hundert Jahren die Kapitalmärkte bestimmen, werden sich wieder durchsetzen.«**

**Michael Keppler, Keppler AM**

dafür notwendigen Kapitaleinsatz. Daher stehen viele dieser Unternehmen vor dem Problem, dass sie in Zukunft phänomenal hohe Gewinnwachstumsraten erzielen müssten, um auch künftig noch überdurchschnittliche Erträge erwirtschaften zu können. Nur ist die Wahrscheinlichkeit für ein so hohes Wachstum meines Erachtens inzwischen sehr gering geworden.

**Glow:** Befinden sich Aktien dann Ihrer Meinung nach bereits in einer ernst zu nehmenden Blase?

**Keppler:** Auch wenn einige Werte inzwischen schon extrem teuer geworden sind, können deren Kurse natürlich noch zwei Jahre oder sogar länger weiter nach oben

laufen. Ich halte es aber für gefährlich, mehr oder weniger blind an einer Strategie festzuhalten, nur weil diese zugegebenermaßen in den vergangenen fünf oder sogar zehn Jahren durchaus erfolgreich gewesen ist. Selbst ein Spitzenunternehmen kann zu einem Verlustgeschäft werden, wenn der Kaufpreis zu hoch war. Wo wir allerdings schon heute mit Sicherheit von einer Blasenbildung sprechen können, das sind die Rentenmärkte. Mir ist in der Kapitalmarktgeschichte keine vergleichbare Situation mit so niedrigen oder sogar negativen Zinsen bekannt.

**Glow:** Vor einer drohenden Blase an den Rentenmärkten haben viele Marktteilnehmer aber auch schon vor fünf Jahren gewarnt. Dennoch war mit Anleihen auch danach noch gutes Geld zu verdienen.

**Keppler:** Ich gebe Ihnen durchaus recht. Aber gerade an den Rentenmärkten sind doch über Jahrzehnte geltende Investmentprinzipien regelrecht außer Kraft gesetzt worden, weil Marktmechanismen über externe Eingriffe durch Zentralbanken und staatliche Stützungsmaßnahmen deutlich verzerrt worden sind. Extrem niedrige Zinsen haben wir doch nur deshalb, weil nach dem Motto „too big to fail“ Unternehmen gerettet wurden, die eigentlich vom Markt hätten verschwinden müssen. Nur deshalb haben die soliden Firmen, also jene, die vorsichtig gewirtschaftet haben, die damals geretteten Unternehmen heute als Konkurrenten, die ihnen das Leben zusätzlich schwer machen. Das ist dann eben keine Marktwirtschaft mehr, denn da haben staatliche Eingriffe und Manipulationen das Marktgeschehen immer weiter auseinanderdriften lassen. Aber auch das wird nicht auf ewig anhalten. Im Gegensatz zu Diamanten sind niedrige Zinsen nicht „forever“. Insofern bin ich guten Mutes, dass sich die Prinzipien und Erkenntnisse, die seit mehr als hundert Jahren die Kapitalmärkte bestimmen, früher oder später wieder durchsetzen werden.



**Heuser:** Sie selbst haben im vergangenen Jahr die 70 überschritten, und mancher Beobachter sorgt sich um Ihre Nachfolge.

**Keppler:** Das ist insofern unbegründet, als ich mich geistig wie auch körperlich durchaus noch meinen Aufgaben gewachsen fühle. Zum anderen steht Keppler zwar

**»Keppler steht zwar in unserem Firmennamen, aber wir sind keine One-Man-Show.«**

**Michael Keppler, Keppler AM**

in unserem Firmennamen, aber es handelt sich keineswegs um eine One-Man-Show. Unser Team besteht aus neun hochqualifizierten Mitgliedern verschiedener Disziplinen, vier davon sind weiblich, die den Investmentprozess aktiv mitgestalten.

**Heuser:** Aber ist der Standort New York nicht gerade in der jüngsten Zeit in gewisser Weise ein Hindernis, was die Kommunikation mit deutschen Kunden angeht?

**Keppler:** Das wäre vielleicht früher der Fall gewesen, aber auch dafür haben wir eine optimale Lösung gefunden. Seit dem Frühjahr 2019 werden wir von Dyrk Vieten, geschäftsführender Gesellschafter der Ficon Vermögensmanagement, unterstützt, der die Vor-Ort-Betreuung unserer Kunden in Deutschland weitgehend übernommen hat. Deshalb brauchen sich unsere Anleger auch darum keine Sorgen zu machen.

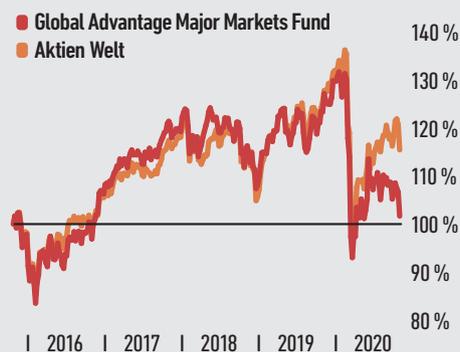
**Wir bedanken uns für das Gespräch.**

**HANS HEUSER**

## Analystenurteil von Detlef Glow: „Ein Klassiker unter den Value-Fonds“

Mit einem Fondsvermögen von 21 Millionen Euro zählt der am 12. Mai 1993 aufgelegte Global Advantage Funds Major Markets High Value zu den kleinen Fonds in der Vergleichsgruppe der weltweit anlegenden Aktienfonds. Ein Blick auf die Entwicklung der Fondsvermögens zeigt allerdings, dass der von dem erfahrenen Fondsmanager Michael Keppler verwaltete Fonds in der Vergangenheit schon deutlich größer war als heute. Das sollte Fondsselektoren aber nicht davon abhalten, diesen wertorientierten Fonds weiterhin auf ihren Fondslisten zu führen. Denn Keppler verfolgt einen stringenten Value-Ansatz und hat diesen trotz aller Widrigkeiten nicht verändert. Da das sogenannte Value-Investing in Phasen, in denen Bewertungen eine nur untergeordnete Rolle spielen, nicht funktionieren kann, ist die im Vergleich zum MSCI World niedrigere Wertentwicklung des Fonds auf den Anlagestil und nicht auf das Können des Fondsmanagers zurückzuführen. Das

zeigt sich unter anderem in der Wertentwicklung von 2017, als der Fonds in einem Umfeld, in dem Value-Titel gefragt waren, einen deutlichen Mehrertrag im Vergleich zum Index erzielen konnte.



ISIN:	LU0044747169
Agio:	5,0 %
Laufende Kosten:	1,87 %
Erstausgabedatum:	12. 5. 1993
Fondsmanager:	Michael Keppler

Insgesamt ist die Anlagestrategie des Fonds als erfolgversprechend anzusehen, auch wenn im aktuellen Marktumfeld nicht absehbar ist, wann Anleger wieder verstärkt auf die Qualität von Bilanzen und Geschäftsmodellen achten werden. Die Auswirkungen einer von niedrigen Zinsen und hoher Liquidität geprägten Marktphase zeigen sich entsprechend auch in den Lipper-Bewertungen des Global Advantage Funds Major Markets High Value. Hier konnte der Fonds im Vergleich zu anderen Fonds der Anlagekategorie Aktien Global nicht überzeugen. Das erklärt zum Teil, warum Anleger bei ihrer Suche nach Rendite in den letzten Jahren Kapital aus dem Global Advantage Funds Major Markets High Value abgezogen haben. Positiv zu bewerten ist, dass das Fondsmanagement seinen Anlagestil auch in schwierigen Zeiten nicht verändert hat. Das spricht dafür, dass der Fonds bei einer Renaissance der Value-Titel zu seiner alten Stärke zurückkehren sollte.