

Vergleich von Kapitalanlagegesellschaften

Studie zum empirischen Vergleich des
Anlageerfolgs von Investmentfonds
marktrelevanter Kapitalanlagegesellschaften

in Zusammenarbeit mit



April 2017

Vergleich von Kapitalanlagegesellschaften

Studie zum empirischen Vergleich des Anlageerfolgs von Investmentfonds
marktrelevanter Kapitalanlagegesellschaften

Herausgeber:

Institut für Vermögensaufbau
(IVA) AG
Landsberger Straße 98
D-80339 München
Tel +49 (0)89 4613 9170
Fax +49 (0)89 4613 9179
www.institut-va.de
mail@institut-va.de

DSW - Deutsche Schutzvereinigung
für Wertpapierbesitz e.V.
Peter-Müller-Str. 14
D-40468 Düsseldorf
Tel +49 (0)211 6697 02
Fax +49 (0)211 6697 60
www.dsw-info.de
dsw@dsw-info.de

Projektleitung und Redaktion:

Dr. Andreas Beck, Eva Schwaiger

Textbeiträge:

Dr. Andreas Beck, Eva Schwaiger, Dr. Andreas Ritter

Datenanalysen:

Eva Schwaiger

Schutzgebühr: 20,- EUR

Inhalt

1	EINFÜHRUNG	5
1.1	DAS CAPITAL ASSET PRICING MODEL	5
1.2	JENSEN'S ALPHA	6
2	UNTERSUCHUNGSDESIGN	8
2.1	DATENBASIS UND DATENAUFBEREITUNG	8
2.2	AUSWERTUNG	11
3	ERGEBNISSE	14
3.1	ERGEBNISSE AKTIENFONDS	14
3.2	ERGEBNISSE RENTENFONDS	18
3.3	ERGEBNISSE GELDMARKTFONDS EURO	19
3.4	ERGEBNISSE MISCHFONDS EURO	20
3.5	ERGEBNIS IMMOBILIENFONDS EUROPA	22
3.6	ERGEBNIS GESAMTWERTUNG	23
3.7	DIE SCHLECHTESTEN RENDITEN DER VERGANGENEN DREI JAHRE	23
4	ZUSAMMENFASSUNG	27
5	ÜBER DAS INSTITUT FÜR VERMÖGENSAUFBAU	29
6	ÜBER DIE DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ	30
7	ALLGEMEINE UND RECHTLICHE HINWEISE	31
	ANHANG: RANGLISTE DER KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN	32

Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1:	KAPITALMARKTLINIE UND ERWARTETE RENDITE IN ABHÄNGIGKEIT VON BETA	7
ABBILDUNG 2:	VERTEILUNG DES FÜNFZEHNJÄHRIGEN NORMIERTEN ALPHAS INNERHALB DER FONDS-AUSWAHL	28
TABELLE 1:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR AKTIENFONDS	14
TABELLE 2:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR DEUTSCHLAND AKTIENFONDS	15
TABELLE 3:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR EUROPA AKTIENFONDS	16
TABELLE 4:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR US AKTIENFONDS	16
TABELLE 5:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR INTERNATIONALE AKTIENFONDS	17
TABELLE 6:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR AKTIENFONDS EMERGING MARKETS	17
TABELLE 7:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR RENTENFONDS	18
TABELLE 8:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR EURO-RENTENFONDS	18
TABELLE 9:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR GLOBALE RENTENFONDS	19
TABELLE 10:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR EURO-GELDMARKTFONDS	19
TABELLE 11:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR EURO-MISCHFONDS	20
TABELLE 12:	BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR MISCHFONDS EUR DEFENSIV	20

TABELLE 13: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR MISCHFONDS EUR AUSGEWOGEN	21
TABELLE 14: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR MISCHFONDS EUR AGGRESSIV ...	21
TABELLE 15: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR MISCHFONDS EUR FLEXIBEL.....	22
TABELLE 16: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR IMMOBILIENFONDS EUROPA	22
TABELLE 17: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN GESAMTWERTUNG	23
TABELLE 18: DIE SCHLECHTESTEN DREIJAHRESRENDITEN UNTER DEN AKTIENFONDS	24
TABELLE 19: DIE SCHLECHTESTEN DREIJAHRESRENDITEN UNTER DEN RENTEN- UND GELDMARKTFONDS.....	25
TABELLE 20: DIE GRÖßTEN DREIJAHRESVERLUSTE UNTER DEN MISCHFONDS	26

1 Einführung

Investmentfonds werden für die Altersvorsorge immer wichtiger. Welche Kapitalanlagegesellschaften dabei eine hohe Qualität liefern erfordert eine Untersuchung der langfristigen Managementleistung. Daher ist es notwendig, für die Untersuchung auch einen entsprechend langen Anlagehorizont zu Grunde zu legen, weswegen die Auswertung nicht, wie es bei Fondsvergleichen oft üblich ist, auf einem Anlagehorizont von einem, drei oder fünf Jahren basiert, sondern auf fünfzehn und fünfundzwanzig Jahren.

Die vorliegende Studie befasst sich also mit der Frage, ob ausgewählte Investmentfonds durch ihre Managementleistungen langfristig eine marktunabhängige Zusatzrendite gegenüber einer klassischen marktkapitalisierten Benchmark generieren können und welche Fonds und Gesellschaften unter diesem Aspekt in den vergangenen fünfzehn und fünfundzwanzig Jahren als besonders erfolgreich angesehen werden können. Die Quantifizierung des Anlageerfolges basiert auf dem Capital Asset Pricing Model und wird über Jensen's Alpha Kennzahl gemessen. Das Alpha eines Investmentfonds erfasst die marktunabhängige jährliche Zusatzrendite des untersuchten Produkts, welche nicht durch die Rendite des Marktes in Gestalt der Benchmark und das systematische Risiko des Wertpapiers im Sinne der Partizipation am Marktrisiko erklärt wird. Der Erfolg eines Investmentfonds lässt sich auf diese Weise lediglich historisch feststellen und sagt nichts über die zu erwartende Rendite des Produktes in der Zukunft aus.

Im ersten Abschnitt der Studie wird daher auf die Methodik der durchgeführten Auswertung eingegangen, d. h. auf das Capital Asset Pricing Model, Jensen's Alpha sowie auf die Errechnung der Bewertung einer Kapitalanlagegesellschaft auf Basis der Ergebnisse ihrer einzelnen Fonds. Im zweiten Abschnitt wird innerhalb der verschiedenen Bewertungskategorien jeweils etwas genauer auf die Gewinner und Verlierer eingegangen, sowohl im Hinblick auf einzelne Fonds als auch auf Kapitalanlagegesellschaften.

1.1 Das Capital Asset Pricing Model

Die Qualität der Managementleistung eines aktiv verwalteten Fonds wird in der Praxis fast immer über das sogenannte Alpha gemessen, d. h. die historische Überrendite gegenüber einer Benchmark, die nicht durch das Capital Asset Pricing Model (CAPM) erklärt wird. Das CAPM ist ein Gleichgewichtsmodell für den Kapitalmarkt und beschäftigt sich mit der Frage, inwieweit sich das gesamte Risiko einer Geldanlage im Sinne der Volatilität durch Diversifikation reduzieren lässt. Es wurde in den sechziger Jahren von William F. Sharpe, John Lintner und Jan Mossin jeweils unabhängig voneinander entwickelt und baut auf der modernen Portfoliotheorie von Harry M. Markowitz auf.

Grundgedanke des CAPMs ist die Zerlegung der erwarteten Portfoliorendite in einen risikolosen Geldmarktzins und eine marktabhängige Komponente, die vom Exposure des Portfolios gegenüber dem systematischen Kapitalmarktrisiko abhängt. Dementsprechend ergibt sich für die erwartete Rendite μ_i eines Wertpapiers in der Modellwelt des Capital Asset Pricing Models die folgende Beziehung:

$$\mu_i = r_f + \beta_i(\mu_m - r_f)$$

Dabei ist r_f der risikolose Referenzzinssatz, μ_m die erwartete Rendite des Kapitalmarktes in Gestalt eines repräsentativen Index und

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

die Steigung der Regressionsgerade, wobei r_m die tatsächliche Rendite des Marktes ist. Für die tatsächliche Rendite eines Wertpapiers gilt demnach

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f) + \varepsilon_i$$

wobei die ε_i zufällige und stochastisch voneinander unabhängige Fehlerterme mit Erwartungswert 0 sind. Da eine höhere erwartete Rendite immer mit einer erhöhten Partizipation am Marktrisiko verbunden ist, ist es innerhalb des CAPMs nicht sinnvoll, Wertpapierdepots häufig umzuschichten oder eine Asset Allocation zu halten, die vom Marktportfolio abweicht – eine systematische Überrendite einzelner Wertpapiere, die nicht durch das CAPM-Beta erklärt wird, ist wegen der Modellannahme der effizienten Kapitalmärkte ausgeschlossen.

Effiziente Portfolios setzen sich innerhalb des CAPMs deshalb immer aus dem Marktportfolio und dem risikolosen Geldmarktzins zusammen, wobei diese beiden Positionen je nach Chance-/Risikoneigung des Anlegers miteinander kombiniert werden und Depots mit höherem Risiko sich durch Kreditaufnahme zum Geldmarktsatz und Hebeln des Marktportfolios konstruieren lassen. Die Konstruktion der Kapitalmarktklinie und die Lage der effizienten Portfolios kann Abbildung 1 entnommen werden, wobei Effizienz an dieser Stelle bedeutet, dass die auf der Kapitalmarktklinie liegenden Portfolios neben dem Marktrisiko kein weiteres unsystematisches Risiko aufweisen. Häufige Umschichtungen und Abweichungen von der Wertpapierallokation des Marktportfolios vergrößern im Kontext des CAPMs lediglich die Varianz der Fehlerterme ε_i und erhöhen dementsprechend das unsystematische, vermeidbare Risiko.

1.2 Jensen's Alpha

In der Praxis wird die Abweichung zwischen der real erzielten und der durch das CAPM geschätzten Rendite eines Fonds oder Portfolios jedoch meist nicht als zufälliger Fehlerterm, sondern als spezifisches Merkmal eines Produkts interpretiert und dementsprechend nicht mehr mit ε , sondern mit α bezeichnet – innerhalb des klassischen linearen Modells korrespondiert der griechische Buchstabe α mit dem y-Achsenabschnitt und ist konstant, während das Residuum ε ein zufälliger und damit variabler Fehlerterm ist. In diesem Sinne ist das Alpha von Michael C. Jensen als marktunabhängige Zusatzrendite zu verstehen und lässt sich durch das Auflösen der obenstehenden Gleichung nach ε berechnen.

$$\alpha_i = r_i - \hat{r}_i = r_i - (r_f + \beta_i(r_m - r_f))$$

Während das Beta ein Faktor für die Sensitivität des untersuchten Portfolios gegenüber Wertveränderungen des Marktportfolios ist und bei klassischen Aktiendepots nahe bei eins liegt, ist das Alpha als Renditeaufschlag in Prozentpunkten skaliert und lässt sich dementsprechend leicht interpretieren.

Ein Nachteil von Jensen's Alpha ist die Tatsache, dass das systematische Risiko bei der Berechnung nicht weiter berücksichtigt wird, so dass ein positives Alpha durch das Hebeln der betrachteten Position relativ leicht manipuliert werden kann. Es ist beim Vergleich verschiedener Investmentfonds deshalb empfehlenswert, das errechnete Alpha vorher auf ein Beta von eins zu skalieren, wobei die daraus resultierende Kennzahl als *normiertes Alpha* bezeichnet wird.

$$\bar{\alpha}_i = \frac{\alpha_i}{\beta_i}$$

Aus der Herleitung der Alpha-Kennzahl im Sinne der Abweichung der Realen von der durch das CAPM geschätzten Portfoliorendite geht unmittelbar hervor, dass positives Alpha nicht in unbegrenztem Umfang von den Marktteilnehmern erwirtschaftet werden kann, sondern dass die Summe der Abweichungen individueller Depots von der Kapitalmarktklinie vor der Einbeziehung von Kosten jeglicher Art innerhalb der oben erläuterten Theorie des Capital Asset Pricing Modells genau null ergeben muss. Vor diesem Hintergrund hat eine Abweichung von der Allokation des μ - σ -effizienten Marktportfolios keinen höheren Erwartungsnutzen, sondern lediglich einen Anstieg des unsystematischen Risikos zur Folge.

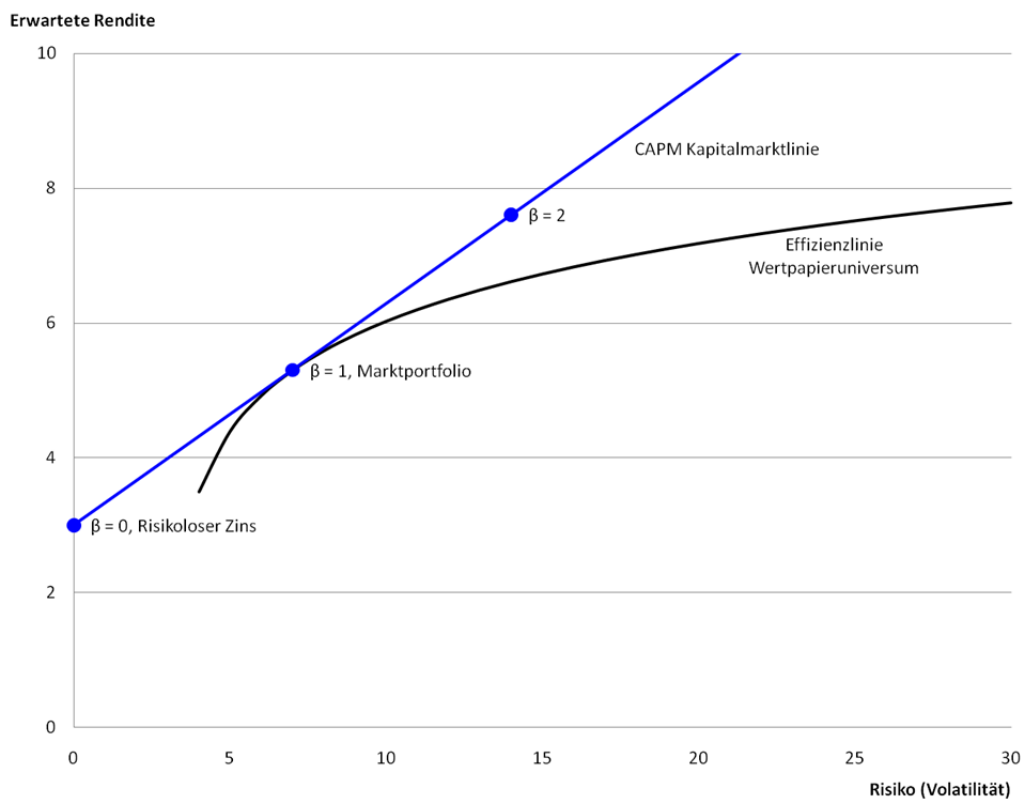


Abbildung 1: Kapitalmarktklinie und erwartete Rendite in Abhängigkeit von Beta

Die Gültigkeit der soeben erklärten Gesetzmäßigkeit kann an Hand der folgenden Argumentationslinie von William F. Sharpe nachvollzogen werden. Es wird davon ausgegangen, dass sich die Anlegerschaft in einem beliebigem Kapitalmarkt in Gestalt

eines repräsentativen marktkapitalisierten Index wie dem S&P 500 oder dem MSCI Europe aus aktiven und passiven Anlegern zusammensetzt. Weiterhin kann angenommen werden, dass jeder passive Investor ein Portfolio hält, dessen Asset Allocation mit der Allokation des Kapitalmarktes übereinstimmt. Das bedeutet, dass auch der verbleibende Anteil des Marktvolumens, der sich in den Händen der aktiven Anlegerschaft befindet, die identische Struktur wie der gesamte Kapitalmarkt besitzt. Folglich müssen auch die aktiven Anleger im Durchschnitt vor Kosten eine Rendite erzielen, die der Marktrendite entspricht und eine Überrendite eines Marktteilnehmers geht immer mit einem entsprechenden Renditeverlust anderer aktiver Marktteilnehmer einher. Vor diesem Hintergrund ist es für aktive Fondsmanager und Vermögensverwalter schwierig, nach dem Abzug von Transaktions- und Managementkosten über einen längeren Zeitraum hinweg ein besseres Ergebnis als die Marktrendite zu erzielen. Im Rahmen der vorliegenden Studie wird deshalb untersucht, inwieweit sich die Investmentfonds verschiedener Kapitalanlagegesellschaften über längere Zeiträume von fünfzehn und fünfundzwanzig Jahren hinweg im Vergleich zu einem repräsentativen Kapitalmarktindex behaupten.

2 Untersuchungsdesign

2.1 Datenbasis und Datenaufbereitung

Ausgangsbasis des durchgeführten Datenexperiments bildet die Grundgesamtheit aller Investmentfonds, die sich einer der 13 betrachteten Anlageklassen

- Aktienfonds Deutschland
- Aktienfonds Europa
- Aktienfonds USA
- Aktienfonds Global
- Aktienfonds Emerging Markets
- Rentenfonds Euro
- Rentenfonds Global
- Geldmarktfonds Euro
- Mischfonds EUR defensiv
- Mischfonds EUR ausgewogen
- Mischfonds EUR aggressiv
- Mischfonds EUR flexibel
- *Immobilienfonds Europa (speziell)*

zuordnen lassen, seit mindestens 15 Jahren am Markt vertreten sind und Ende März 2017 ein Mindestvolumen von 7,5 Mio. EUR aufweisen. Die benötigten Stamm- und Performancedaten zu den untersuchten Investmentfonds wurden dabei der Datenbank des Fondsspezialisten Morningstar entnommen.

Grundsätzlich liegen zunächst rund 1200 Investmentfonds vor, welche die geforderten Kriterien bezüglich des Mindestvolumens, des Auflagendatums sowie des regionalen Schwerpunkts erfüllen und für die weiterhin für jedes der letzten fünfzehn Kalenderjahre eine Performanceberechnung vorhanden ist. Die Zuordnung zu den 13 betrachteten Anlageklassen wird auf Basis der folgenden Regeln vorgenommen:

Aktienfonds Deutschland: In dieser Kategorie werden lediglich Produkte verarbeitet die von Morningstar als *Aktienfonds Deutschland (EAA Fund Germany Large-Cap Equity)* klassifiziert werden, wobei der DAX Performance Index als Benchmark verwendet wird. Investmentfonds, die sich nach der Klassifizierung von Morningstar dem Segment der Nebenwerte zuordnen lassen, werden nicht berücksichtigt, da sie von der gewählten Benchmark nicht repräsentiert werden.

Aktienfonds Europa: Es werden sämtliche Aktienfondsklassen berücksichtigt die eine hinreichend große Schnittmenge mit der gewählten Benchmark, dem MSCI Europe TR Index, besitzen. Diese Auswahl beinhaltet die Morningstar Kategorien *Aktien Europa Standardwerte Value / Blend / Growth*, *Aktien Euroland Standardwerte* und *Aktien Europa ohne Großbritannien Standardwerte*. Neben Branchenfonds wurden auch Nebenwerte ausgeschlossen, da Mid Caps in der gewählten Benchmark nur eine untergeordnete Rolle spielen und Small Caps überhaupt nicht enthalten sind.

Aktienfonds USA: Die Morningstar Kategorien *Aktien USA Standardwerte Value, Blend und Growth* werden unter der Rubrik Aktienfonds USA zusammengefasst, wobei der MSCI USA TR Index als Benchmark dient. Investmentfonds, die schwerpunktmäßig in Nebenwerte oder Branchen investieren, sind von der Bewertung ausgenommen.

Aktienfonds Global: Hier werden alle weltweit investierenden Aktienfonds berücksichtigt, die von Morningstar als solche klassifiziert werden. Branchenfonds und Nebenwerte werden auch hier wieder aussortiert, weil sie zu sehr vom Aktienuniversum der gewählten Benchmark in Gestalt des MSCI World TR Index abweichen.

Aktienfonds Emerging Markets: Die Kategorie Aktienfonds Emerging Markets stimmt exakt mit der korrespondierenden Morningstar Kategorie (*Aktien Schwellenländer*) überein. Als Benchmark wird der MSCI Emerging Markets TR Index verwendet.

Rentenfonds Euro: Diese Kategorie enthält alle Rentenfonds, die von Morningstar als *Anleihen EUR diversifiziert, Anleihen EUR diversifiziert Kurzläufer, Anleihen EUR Langläufer, Anleihen EUR flexibel, Staatsanleihen EUR, Staatsanleihen EUR Kurzläufer, Anleihen Global EUR, Anleihen Europa* und *Anleihen EUR Inflationsgesichert* klassifiziert werden. Um möglichst alle Anleihtypen abzudecken wird der breit aufgestellte iBoxx Euro Overall TR Index als Benchmark gewählt, der seit Dezember 1998 berechnet wird. Für die fünfundzwanzigjährige Betrachtung wird vor 1999 der REX Performance Index als Benchmark eingesetzt, der lediglich Deutsche Staatsanleihen abbildet. Die Benchmark ist deshalb teilweise nicht optimal zur Performancemessung der betrachteten Fonds geeignet, allerdings existiert kein etablierter, öffentlich verfügbarer und breit diversifizierter Euro-Anleihen Index für den benötigten Zeitraum von Dezember 1991 bis Dezember 2016 – beinahe alle der in Frage kommenden Indizes starten erst mit der Einführung des Euro im Jahr 1999. Investmentfonds, die schwerpunktmäßig auf Unternehmensanleihen oder Hochzinsanleihen ausgelegt sind, werden nicht in die Auswertung mit aufgenommen, da sie durch die gewählte Benchmark nicht ausreichend repräsentiert werden.

Rentenfonds Global: Rentenfonds, die weltweit in Anleihen investieren, welche nicht schwerpunktmäßig in Euro notiert sind, befinden sich in dieser Kategorie. Als Benchmark fungieren hier zwei Indizes, die beide weltweit investiert sind und verschiedene Anleihtypen des Investment Grades enthalten. Bis 2011 wird der breit investierte JP

Morgen Global Aggregate Bond Index verwendet und in den den letzten fünf Jahren dient der Dow Jones Barclays Capital Bond Composite Index Global als Benchmark für diese Kategorie. Rentenfonds, die hauptsächlich auf Unternehmensanleihen oder Hochzinsanleihen ausgerichtet sind, werden nicht mit einbezogen, weil sie von der Benchmark nicht repräsentiert werden.

Geldmarktfonds EUR: In dieser Kategorie werden die Morningstar Produktklassen *Geldmarkt EUR*, *Geldmarkt EUR kurzfristig* und *Anleihen EUR ultra-short* zusammengefasst. Als Benchmark wird der DB EONIA Total Return Index verwendet. Für diese Produktklasse wird nur eine Betrachtung für den fünfzehnjährigen Untersuchungszeitraums vorgenommen. Der Grund für das Fehlen der fünfundzwanzigjährigen Auswertung bei den Geldmarktfonds ist die Tatsache, dass vor der Einführung der Gemeinschaftswährung kein Euro-Geldmarkt existiert hat, dass die Anzahl der Produkte mit einer Historie von 25 Jahren in dieser Klasse dementsprechend sehr gering ist und ein Geldmarktindex für den Euroraum vor der Einführung des Euro als Gemeinschaftswährung ebenfalls nicht existiert.

Mischfonds EUR defensiv: Diese Bewertungskategorie wurde direkt von Morningstar übernommen und enthält Mischfonds mit relativ niedriger Aktienquote. Die entsprechende Benchmark ist zu 25% aus dem MSCI Europe TR Index und zu 75% aus dem iBoxx Euro Overall TR Index bzw. dem REX Performance Index (vor 99) zusammengesetzt.

Mischfonds EUR ausgewogen: Analog zur vorherigen Kategorie werden hier Mischfonds verarbeitet, die zu etwa gleichen Teilen in Aktien und Renten investiert sind. Die Benchmark besteht zu gleichen Teilen aus dem MSCI Europe TR Index und dem iBoxx Euro Overall TR Index bzw. dem REX Performance Index (vor 99).

Mischfonds EUR aggressiv: Mischfonds, die schwerpunktmäßig in Aktienanlagen investiert sind, werden in dieser Auswertungskategorie zusammengefasst. Die Benchmark setzt sich zu 75% aus dem MSCI Europe TR Index und zu 25% aus dem iBoxx Euro Overall TR Index bzw. dem REX Performance Index (vor 99) zusammen.

Mischfonds EUR flexibel: Hierbei handelt es sich um Mischfonds mit variabler Aktienquote. Es wird dieselbe Benchmark wie bei Mischfonds EUR ausgewogen verwendet.

Immobilienfonds Europa: In dieser Kategorie sind alle offenen Immobilienfonds mit Europa als regionalem Schwerpunkt enthalten. Eine passende Benchmark existiert für diese Kategorie nicht.

Neben der Bereinigung des Datensatzes um nicht geeignete Produktklassen wurde weiterhin ein quantitativer Filter eingesetzt, der eine Korrelation zwischen den letzten fünfzehn Jahresrenditen des Fonds mit den korrespondierenden Renditen der Benchmark von mindestens 0,7 voraussetzt, was einem minimalen Bestimmtheitsmaß von rund 50% entspricht. Dieser Wert ist relativ niedrig angesetzt, da das durchschnittliche Bestimmtheitsmaß bei der Erklärung der Aktienfondsrenditen durch die Renditen einer geeigneten Benchmark im Allgemeinen über 80% liegt. Dieser Sachverhalt wurde unter anderem von Ibbotson und Kaplan gezeigt, die die Renditen von 94 amerikanischen Fonds mit Hilfe einer Abbildung der Fondsallokation auf Basis von fünf Assetklassen modelliert und dabei ein Bestimmtheitsmaß von 81,4% festgestellt

haben.¹ In einer Untersuchung des Instituts für Vermögensaufbau wurde der Zusammenhang zwischen den Jahresrenditen von 46 in verschiedenen entwickelten Märkten agierenden Aktienfonds und einer jeweils passenden marktkapitalisierten Benchmark für einen Zeitraum von fünfundzwanzig Jahren untersucht, und dabei ein Bestimmtheitsmaß von 83,3% ermittelt.²

Die geforderte Korrelation von 0,7 wird benötigt, um im Rahmen der durchgeführten Berechnungen valide Ergebnisse zu erhalten. Wenn die Benchmark nicht zu einem analysierten Investmentfonds passt, wird dessen Rendite tendenziell zu größeren Teilen dem Alpha zugeschlagen und das Beta fällt dementsprechend klein aus. Diese bereits überschätzte Alpha-Kennzahl wird im Zuge der Normierung noch durch ein tendenziell niedriges Beta geteilt, so dass das normierte Alpha recht hohe Werte annehmen kann, denen keine entsprechende Managementleistung gegenübersteht.

Lediglich die Kategorie Mischfonds EUR flexibel ist von der Anforderung einer minimalen Korrelation zur gewählten Benchmark ausgenommen, da von den Produkten dieser Kategorie gewissermaßen erwartet wird, durch die Steuerung der Aktienquote mehr oder weniger unabhängig von der Entwicklung des Aktienmarktes eine positive Rendite zu erzielen.

Abschließend wurden weiterhin alle KAGs aussortiert, die lediglich mit einem zulässigen Investmentfonds in der Auswahlmenge vertreten sind. Die Bewertung einer KAG hängt im Rahmen des angewendeten Verfahrens stark von der durchschnittlichen Bewertung ihrer Investmentfonds ab, und die Bewertung einer Fondsgesellschaft auf Basis eines einzelnen Fonds ist deshalb nicht aussagekräftig. Nach der Aufbereitung und Filterung des Datensatzes verbleiben 1010 Produkte von 117 Kapitalanlagegesellschaften und werden für die Ermittlung der erfolgreichsten KAG verwendet.

2.2 Auswertung

Zunächst wurde für jeden Fonds wie oben erläutert das normierte Alpha errechnet, einmal auf Basis der fünfzehn Jahresrenditen der Kalenderjahre 2002 bis 2016 und darüber hinaus noch für den fünfundzwanzigjährigen Zeitraum vom 31.12.1991 bis zum 31.12.2016, falls die historische Datenbasis des jeweils untersuchten Fonds dies ermöglicht. Anschließend wurde jede Alpha-Kennzahl in eine Bewertung im Sinne einer deutschen Schulnote übersetzt, wobei die folgende Kodierung verwendet wurde.

Normiertes Alpha	> 5%	> 2%	> 0%	>-2%	>-5%	<= -5%
Benotung	1	2	3	4	5	6

Die Ermittlung der jeweils erfolgreichsten KAG wurde für die Betrachtung der folgenden Kategorien durchgeführt.

¹ Ibbotson, Roger G. / Kaplan, Paul D.: Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance?, The Financial Analysts Journal, Vol. 56, No. 1, 2000.

² Beck, Andreas / Ritter, Andreas: Was kostet Alpha? ETF Magazin, Ausgabe 1, S.46-53, 2008.

Beste KAG für Aktienfonds: Enthält die Bewertungen der deutschen, europäischen, amerikanischen, globalen und Emerging Markets Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds Deutschland: Enthält die Bewertungen der Deutschland Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds Europa: Enthält die Bewertungen der europäischen Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds USA: Enthält die Bewertungen der US Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für globale Aktienfonds: Enthält die Bewertungen der globalen Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Emerging Markets Aktienfonds: Enthält die Bewertungen der Schwellenländer Aktienfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der Euro-Rentenfonds und globalen Rentenfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der Euro-Rentenfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für globale Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der globalen Rentenfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Geldmarktfonds: Enthält die Bewertungen der Euro-Geldmarktfonds für fünfzehn Jahre.

Beste KAG für Euro-Mischfonds: Enthält die Bewertungen der defensiven, ausgewogenen, aggressiven und flexiblen Euro-Mischfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Mischfonds defensiv: Enthält die Bewertungen der defensiven Euro-Mischfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Mischfonds ausgewogen: Enthält die Bewertungen der ausgewogenen Euro-Mischfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Mischfonds aggressiv: Enthält die Bewertungen der aggressiven Euro-Mischfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Mischfonds flexibel: Enthält die Bewertungen der flexiblen Euro-Mischfonds für fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre.

Beste KAG für Immobilienfonds Europa: Enthält die Bewertungen der europäischen Immobilienfonds für fünfzehn Jahre.

Beste KAG - Gesamtsieger: Enthält die Bewertungen aller untersuchten Fonds für fünfzehn Jahre und mit Ausnahme der Geldmarktfonds auch für fünfundzwanzig Jahre.

Im Zuge der Auswertung wurde jeweils der Durchschnitt über alle relevanten Bewertungen einer KAG gebildet, wobei Bewertungen, die für einen Zeitraum von fünfundzwanzig Jahren ermittelt wurden, doppelt so hoch gewichtet wurden wie die fünfzehnjährigen Bewertungen, da insbesondere für die Altersvorsorge ein langfristiger Anlagehorizont relevant ist und daher der Erfolg über fünfundzwanzig Jahre eine entscheidende Rolle spielt.

Im nächsten Schritt wurde die ermittelte Durchschnittsnote linear in einen Score zwischen 0 und 25 Punkten übersetzt, der auf Basis der erfolgreichsten und schwächsten Fonds der jeweiligen KAG modifiziert wurde. Jeder Fonds, der basierend auf dem ermittelten Alpha in der Rangfolge seiner Produktklasse unter den ersten fünf oder den letzten fünf Plätzen liegt, hat eine Modifikation der KAG-Bewertung zur Folge. Die besten fünf Fonds wurden bei der fünfzehnjährigen Auswertung je nach Platzierung mit einem bis fünf weiteren Punkten belohnt, während die schlechtesten fünf Produkte einen Abzug in gleicher Höhe hinnehmen mussten. Bei der fünfundzwanzigjährigen Rangfolge wurde die Modifikation in doppelter Höhe angerechnet, so dass der über fünfundzwanzig Jahre hinweg erfolgreichste Fonds einer Produktklasse zehn weitere Punkte einbringt, während das innerhalb von fünfundzwanzig Jahren erzielte schlechteste Ergebnis die betreffende KAG zehn Punkte kostet.

In den Kategorien Aktienfonds Emerging Markets, Geldmarktfonds EUR sowie allen Klassen von Mischfonds ist die Anzahl der auswertbaren Produkte mit fünfundzwanzigjähriger Historie relativ gering, so dass die Vergabe von Zu- und Abschlägen für die vorderen und hinteren Plätze für den fünfundzwanzigjährigen Betrachtungszeitraum in diesen Bewertungskategorien nicht sinnvoll ist.

Bei der Berechnung der Gesamtnote gibt es eine Ausnahme. In der Kategorie Immobilienfonds Europa werden lediglich die Sonderpunkte für die fünf erfolgreichsten Produkte in die KAG-Bewertung einbezogen, wobei wegen dem Fehlen einer geeigneten Benchmark auf die absolute Performance als Bewertungskriterium zurückgegriffen werden muss. Produkte, deren Schließung angekündigt ist oder deren Rücknahme ausgesetzt ist, werden außen vor gelassen.

Die Modifikation der Durchschnittsnote einer Kapitalanlagegesellschaft um besonders gut oder schlecht abschneidende Einzelfonds ist erforderlich, um einen systematischen Vorteil derjenigen KAGs aufzuheben, die lediglich mit einer sehr geringen Produktanzahl in der Auswertung vertreten sind. Da in einem abgeschlossenen Kapitalmarkt die gewichtete Summe aller von den Marktteilnehmern erzielten Abweichungen von der Markttrendite vor Kosten genau null ergeben und nach dem Abzug von Kosten einen leicht negativen Wert annehmen muss, ist es für den Durchschnitt einer größeren Menge von Investmentfonds auf Grund des Gesetzes der großen Zahlen sehr schwierig, ein positives Alpha und damit eine gute Bewertung zu erzielen.

Kapitalanlagegesellschaften, die lediglich mit sehr wenigen Produkten in der untersuchten Auswahl vertreten sind, sind von der Gültigkeit des Gesetzes der großen Zahlen nicht so sehr betroffen und haben deshalb die Möglichkeit, mit dem durchschnittlichen Ergebnis ihrer Produkte größere Abweichungen von der

Marktpformance zu erzielen und damit herausragend gute oder auch herausragend schlechte Durchschnittsbewertungen zu vereinnahmen.

Vor diesem Hintergrund ist die Modifikation des reinen Bewertungsdurchschnitts um besonders gute oder besonders schlechte Einzelergebnisse erforderlich, um den im Sinne der Produktanzahl großen Kapitalanlagegesellschaften ebenso die Möglichkeit einzuräumen, sich vom Mittelfeld abzusetzen und ein besonders gutes oder schlechtes Ergebnis zu erzielen.

Somit ist es den kleineren Kapitalanlagegesellschaften eher über eine herausragende Durchschnittsnote möglich, einen der vorderen Plätze zu erreichen, wobei eine sehr geringe Produktanzahl auch dazu führt, dass die Belegung von mehreren Spitzenrängen in den Bewertungskategorien und die damit verbundene Vereinnahmung von zusätzlichen Punkten mit abnehmender Produktanzahl deutlich unwahrscheinlicher wird.

Dem gegenüber kann eine Kapitalanlagegesellschaft mit einer großen Produktanzahl trotz einer statistisch bedingten durchschnittlichen Grundwertung ebenfalls eine herausragende Gesamtbewertung erzielen, wenn sie mit mehreren Produkten auf den jeweils vorderen Rängen einer Bewertungskategorie abschneidet und gleichzeitig mit keinem oder sehr wenigen Produkten einen der mit Punktabzügen behafteten letzten Ränge belegt.

Obwohl die Bewertungsmethodik wegen der zwei sukzessiven Bewertungsschritte mit einer gewissen Komplexität behaftet ist, zeigen die in den folgenden Abschnitten dargestellten Ergebnisse, dass die gewählte Vorgehensweise im Hinblick auf den Ausgleich des oben erläuterten statistischen Effekts relativ gut funktioniert – zu den Gewinnern der Auswertung zählen in gleichem Maße Kapitalanlagegesellschaften mit großem und kleinem Produktangebot. Innerhalb der Auswertung erzielen je nach Produktklasse die folgenden Kapitalanlagegesellschaften gute Ergebnisse.

3 Ergebnisse

3.1 Ergebnisse Aktienfonds

Aktienfonds	Rang	Wertung
Threadneedle	1	35,82
Carmignac Gestion	2	35,00
Vontobel Asset Management S.A.	3	34,75

Tabelle 1: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Aktienfonds

Auf den ersten Blick fällt auf, dass die Ergebnisse der drei Erstplatzierten der Kategorie Aktienfonds sehr eng beieinander liegen. Das beste Ergebnis erzielt Threadneedle, die mit 9 Fonds in dieser Kategorie vertreten ist. Zwar kommt Threadneedle damit auf eine eher moderate Durchschnittsnote von 3,2, erhält allerdings für vier dieser neuen Fonds Zusatzpunkte für sehr gute Ergebnisse, während es bei keinem Fonds zu Punktabzügen kommt, so dass sie in der Gesamtwertung vorne liegt. Unter allen Fonds der Kategorie Aktien Europa schafft der Threadneedle European Select Fund im fünfundzwanzigjährigen Betrachtungszeitraum sogar die beste Performance und erhält dafür die Maximal-

punktzahl. Daneben erzielt der Threadneedle (Lux) American W in der fünfzehnjährigen Auswertung amerikanischer Aktienfonds das zweitbeste Ergebnis.

Platz zwei in der Kategorie Aktienfonds belegt die Carmignac Gestion Investmentgesellschaft. Der Erfolg der Carmignac ist eindeutig auf das hervorragende Ergebnis des Carmignac Investissement Fonds zurückzuführen. Dieser erzielt sowohl in der fünfzehnjährigen als auch der doppelt gewichteten fünfundzwanzigjährigen Auswertung die Bestnote. Abgesehen vom Investissement Fonds ist die Carmignac noch mit einem weiteren Fonds der Kategorie Aktienfonds Emerging Markets vertreten. Insgesamt erzielt die Carmignac mit diesen zwei Aktienfonds eine sehr gute Durchschnittswertung von 2,0.

Die Vontobel Asset Management S.A. liegt mit 34,75 nur einen viertel Punkt hinter Carmignac. Ebenso wie Carmignac ist auch Vontobel nur mit zwei Fonds in dieser Kategorie vertreten und erhält dafür eine gute Durchschnittsnote von 2,2 sowie Zusatzpunkte für beide Fonds. Besonders der Vontobel US Equity B liefert hervorragende Ergebnisse. Er liegt in der Kategorie Aktien USA in der fünfundzwanzigjährigen Auswertung auf dem ersten Platz und in der fünfzehnjährigen auf dem dritten.

Aktienfonds Deutschland:

Aktienfonds Deutschland	Rang	Wertung
Deutsche Asset Management	1	27,83
Baring Asset Management Ltd	2	27,00
Hansainvest	3	26,67

Tabelle 2: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Deutschland Aktienfonds

Auf Platz eins in der Kategorie Aktienfonds Deutschland liegt die Deutsche Asset Management. Drei von vier Deutschland Aktienfonds der Deutschen Asset Management belegen innerhalb von fünfzehn und fünfundzwanzig Jahren einen der vorderen Plätze.

Die Baring Asset Management kann mit ihrem Fonds Baring German Growth innerhalb des fünfundzwanzigjährigen Betrachtungszeitraums das beste Ergebnis verbuchen und innerhalb des fünfzehnjährigen Platz vier. Damit ordnet sie sich in der Auswertungskategorie Aktienfonds Deutschland hinter der Deutschen Asset Management auf dem zweiten Platz ein.

Mit ihrem Hansasecur Fonds belegt die Hansainvest den zweiten Rang in der fünfzehnjährigen Wertung und den dritten Rang in der fünfundzwanzigjährigen Wertung und schneidet in der Kategorie Aktienfonds Deutschland insgesamt auf dem dritten Platz ab.

Aktienfonds Europa:

Aktienfonds Europa	Rang	Wertung
Threadneedle	1	30,88
FIL (Luxembourg) S.A.	2	24,00
Belgrave Capital Management Ltd	3	22,00

Tabelle 3: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Europa Aktienfonds

Der Sieg der Threadneedle in der Kategorie Aktien Europa liegt hauptsächlich daran, dass einer der vier Fonds in der fünfundzwanzigjährigen Wertung die Bestplatzierung erreicht, wodurch Threadneedle auch bereits in der Gesamtauswertung aller Aktienfonds auf dem ersten Platz lag.

Die FIL (Luxembourg) S.A. ist ebenfalls mit vier Europa Aktienfonds in der Fondsauswahl vertreten und kann mit dem Fidelity European Growth A über den fünfundzwanzigjährigen Betrachtungszeitraum hinweg den zweiten Platz belegen. Der Vitruvius European Equity B Fonds schafft innerhalb der fünfzehnjährigen Auswertung der europäischen Aktienfonds den vierten Platz und bringt die Belgrave Capital Management damit in dieser Kategorie auf Platz 3.

Aktienfonds USA:

Aktienfonds USA	Rang	Wertung
Vontobel Asset Management S.A.	1	31,33
Threadneedle	2	18,71
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.à.r.l.	3	17,25
AXA Funds Management S.A.	3	17,25

Tabelle 4: Beste Kapitalanlagegesellschaften für US Aktienfonds

In der Kategorie Aktienfonds USA belegt die Vontobel Asset Management S.A. mit deutlichem Abstand Platz eins. Sie ist in dieser Kategorie nur mit dem Vontobel US Equity B Fonds vertreten, der innerhalb des fünfundzwanzigjährigen Bewertungszeitraums den ersten Rang belegt und innerhalb des fünfzehnjährigen Rang drei.

Von Threadneedle sind drei amerikanische Aktienfonds in der Auswahl vertreten, wovon einer über den Zeitraum von fünfzehn Jahren auf Rang zwei liegt und ein weiterer über fünfundzwanzig Jahre auf Rang 4, was der Threadneedle insgesamt den zweiten Platz in der Kategorie einbringt.

Der dritte Platz kann nicht eindeutig vergeben werden, da JPMorgan Asset Management sowie AXA Funds Management die exakt gleiche Anzahl an Punkten erzielen. Beide haben eine Durchschnittsnote von 3,75 und bekommen für die einzelnen Fondsergebnisse insgesamt jeweils sechs Zusatzpunkte. AXA erreicht dieses Ergebnis mit zwei Fonds, wovon einer in der fünfundzwanzigjährigen Auswertung Platz drei belegt. JPMorgan belegt mit einem Fonds der vier amerikanischen Fonds innerhalb dieses Zeitraums sogar Platz zwei, muss dafür aber auch für einen weiteren Fonds in der fünfzehnjährigen Auswertung Punktabzüge hinnehmen. Auch das durchschnittliche normierte Alpha beider

Gesellschaften unterscheidet sich kaum, so dass in dieser Kategorie zweimal Platz drei belegt wird.

Aktienfonds International:

Aktienfonds Global	Rang	Wertung
Carmignac Gestion	1	36,67
IFM Independent Fund Management AG	2	24,00
GAM	3	23,00

Tabelle 5: Beste Kapitalanlagegesellschaften für internationale Aktienfonds

Aufgrund des hervorragenden Abschneidens des Carmignac Investissement, der der Carmignac Gestion bereits in der Gesamtauswertung aller Aktienfonds eine Platzierung ermöglichte, erzielt sie bei der Betrachtung der internationalen Aktienfonds das beste Ergebnis.

Die IFM Independent Fund Management AG ist ebenfalls mit nur einem globalen Aktienfonds, dem CPM Global Undervalued Fund P, in der untersuchten Fondsauswahl vertreten und reiht sich mit diesem im Rahmen der fünfzehnjährigen Auswertung hinter dem Investissement ein. In der fünfundzwanzigjährigen Auswertung wird Rang zwei von dem einzigen globalen Aktienfonds der GAM, dem GAM Star Worldwide Equity belegt, wodurch GAM Platz drei in der Kategorie Aktienfonds International belegt.

Aktienfonds Emerging Markets:

Aktienfonds Emerging Markets	Rang	Wertung
Nord Est Asset Management	1	25,00
Vontobel Asset Management S.A.	2	23,00
Aberdeen Global Services S.A.	3	22,00

Tabelle 6: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Aktienfonds Emerging Markets

Innerhalb der Kategorie Emerging Markets werden die ersten drei Ränge von KAGs belegt, die jeweils mit nur einem Emerging Markets Fonds in der Auswahl vertreten sind. Alle drei Fonds wurden nur im fünfzehnjährigen Zeitraum bewertet und erhielten dafür die Note 2,0. Die Unterschiede in der Gesamtwertung resultieren daher aus den Zusatzpunkten, die die besten Fonds für ihr Ergebnis erhalten.

In dieser Rangfolge erreicht die Nord Est Asset Management mit dem NEF Emerging Market Equity R Fonds den ersten Platz in der fünfzehnjährigen Rangfolge und somit auch das beste Ergebnis in der Gesamtwertung. Mit dem drittbesten Ergebnis in der fünfzehnjährigen Auswertung kann die Vontobel Asset Management S.A. in der Auswertungskategorie Aktienfonds Emerging Markets den zweiten Platz für sich verbuchen. Das viertbeste Ergebnis innerhalb der fünfzehnjährigen Auswertung wird vom Aberdeen Global Emerging Markets Equity Fonds erreicht. Wodurch die Aberdeen Global Services S.A. Rang drei belegt.

3.2 Ergebnisse Rentenfonds

Rentenfonds	Rang	Wertung
Raiffeisen KAG	1	38,00
MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH	2	26,00
Sparkasse Oberösterreich KAG	3	20,50

Tabelle 7: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Rentenfonds

Bei der Betrachtung aller euronotierten und internationalen Rentenfonds erzielt die Raiffeisen KAG mit großem Abstand das beste Ergebnis. Mit insgesamt drei ihrer fünf Rentenfonds ist die Investmentgesellschaft viermal auf einem der fünf vorderen Plätze vertreten, wobei vor allem die Bestplatzierung des Raiffeisen-Global Rent R Funds über den fünfundzwanzigjährigen und den fünfzehnjährigen Auswertungszeitraum in der Kategorie Renten international für den Erfolg verantwortlich ist.

Die MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH ist lediglich mit einem (Euro) Rentenfonds in der Produktauswahl vertreten, kann aber durch ihren HYPO-RENT Fonds, welcher in der fünfundzwanzigjährigen Wertung den ersten Platz und in der fünfzehnjährigen Wertung den fünften Platz belegt, dennoch Platz zwei erreichen. An dritter Stelle folgt die Sparkasse Oberösterreich KAG, die in der fünfundzwanzigjährigen Rangfolge mit einem ihrer zwei euronotierten Rentenfonds den zweiten Platz belegt.

Rentenfonds Euro:

Rentenfonds Euro	Rang	Wertung
MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH	1	26,00
Sparkasse Oberösterreich KAG	2	20,50
Raiffeisen KAG	3	20,50

Tabelle 8: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Rentenfonds

Die sehr guten Ergebnisse, welche der HYPO RENT der MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH erzielt, war bereits für das Erreichen des zweiten Platzes in der Wertung aller Rentenfonds hinreichend. Bei der Betrachtung der Euro Rentenfonds kann die MASTERINVEST sogar den ersten Platz belegen.

Eine genaue Ermittlung des zweiten und dritten Platzes ist rein auf Basis der Gesamtpunkte nicht möglich, da sowohl die Sparkasse Oberösterreich KAG als auch die Raiffeisen KAG in der Kategorie Rentenfonds Euro auf ein Ergebnis von 20,5 Punkten kommen. Beide erzielen eine Durchschnittsnote von 3,5 und erhalten insgesamt noch jeweils 8 Zusatzpunkte für das gute Abschneiden einzelner Fonds. Die Sparkasse Oberösterreich erreicht dieses Ergebnis mit zwei euronotierten Rentenfonds, während die Raiffeisen KAG mit vier Fonds in dieser Kategorie vertreten ist. Betrachtet man jeweils das normierte Alpha der einzelnen Fonds, schneidet die Sparkasse Oberösterreich etwas besser ab und landet damit vor der Raiffeisen KAG auf dem zweiten Platz.

Rentenfonds Global:

Rentenfonds Global	Rang	Wertung
Raiffeisen KAG	1	35,00
Deutsche Asset Management	2	23,86
LBBW Asset Management Investment GmbH	3	21,00

Tabelle 9: Beste Kapitalanlagegesellschaften für globale Rentenfonds

Wie bereits erwähnt kann die Raiffeisen KAG sowohl in der fünfundzwanzigjährigen als auch in der fünfzehnjährigen Wertung internationaler Rentenfonds den ersten Rang belegen und sichert sich dementsprechend ebenso wie in der Gesamtwertung aller Rentenfonds auch in der Auswertungskategorie „Rentenfonds global“ mit einigem Abstand den ersten Platz.

Die Deutsche Asset Management ist mit insgesamt drei globalen Rentenfonds in der untersuchten Fondsauswahl vertreten und kann innerhalb des fünfundzwanzigjährigen Auswertungszeitraums Rang zwei und innerhalb den fünfzehnjährigen Zeitraums Rang drei belegen.

Auf dem dritten Platz rangiert die LBBW Asset Management Investment GmbH, die ebenfalls mit nur einem Fonds in der Auswahl vertreten ist und damit in der fünfundzwanzigjährigen Auswertung internationaler Rentenfonds den dritten Platz erzielt.

3.3 Ergebnisse Geldmarktfonds Euro

Geldmarktfonds EUR	Rang	Wertung
Amundi	1	21,00
Swiss Life Funds (LUX) Management Co.	2	20,00
BNP Paribas	3	16,75

Tabelle 10: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Geldmarktfonds

Die Produktklasse der Euro-Geldmarktfonds wird wie bereits erwähnt lediglich für einen Zeitraum von fünfzehn Jahren ausgewertet. Innerhalb dieses Zeitraums belegt Amundi mit zwei Geldmarktfonds Rang zwei und vier und kann sich damit vor der Swiss Life Funds (Lux) Management Co. platzieren, die mit ihrem SLF Money Market Euro den ersten Rang belegt. Den dritten Platz erreicht die BNP Paribas, deren BNP Paribas Money 3M Fonds den dritten Rang in der Fondsauswahl der Euro Geldmarktfonds erzielt.

3.4 Ergebnisse Mischfonds Euro

Mischfonds EUR	Rang	Wertung
Deutsche Asset Management	1	19,71
Carmignac Gestion	2	19,00
SAUREN Fonds-Select SICAV	3	17,50

Tabelle 11: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Mischfonds

Bei der Deutschen Asset Management gehen insgesamt 17 Mischfonds in die Wertung ein, wovon sieben vordere Plätze belegen können. Der DWS Concept ARTS Conservative belegt unter den defensiven Mischfonds den zweiten Platz und kann damit die meisten Zusatzpunkte verbuchen. Auch der SFC Global Markets erzielt in der Kategorie der flexiblen Mischfonds ein relativ gutes Ergebnis und kann dort den dritten Rang belegen. Obwohl die Deutsche Asset Management durch einen schlechter bewerteten Fonds auch Punktverluste hinnehmen muss, schafft sie in der Gesamtwertung für Mischfonds Euro die Bestplatzierung.³

Auf Platz zwei liegt Carmignac, die mit nur einem Mischfonds in der Fondsauswahl vertreten ist. Der Carmignac Profil Réactif 75 belegt in der fünfzehnjährigen Rangfolge der aggressiven Mischfonds den zweiten Platz. Die SAUREN Fonds-Select SICAV ist mit zwei Mischfonds in der Fondsauswahl vertreten und kann mit dem Sauren Global Stable Growth A sogar den ersten Rang in der Kategorie Mischfonds EUR aggressiv belegen.

Mischfonds EUR defensiv:

Mischfonds EUR defensiv	Rang	Wertung
Deutsche Asset Management	1	18,50
Union Investment	2	14,17
LBBW Asset Management Investment GmbH	3	13,00

Tabelle 12: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR defensiv

Mit den zwei betrachteten defensiven Mischfonds der Deutschen Asset Management kann diese in der fünfzehnjährigen Auswertung die Plätze zwei und vier belegen und erreicht damit in der Kategorie Mischfonds EUR defensiv die höchste Punktzahl. Die Union Investment geht insgesamt mit vier defensiven Mischfonds in die Wertung ein, wobei vor allem der Fonds KCD-Union Nachhaltig MIX positiv auffällt, der in der Ergebnisrangfolge den ersten Platz belegt. Den dritten Rang unter den defensiven Mischfonds belegt der LBBW Multi Global R der LBBW Asset Management Investment GmbH und bringt der LBBW, die in dieser Auswertungskategorie auch nur mit diesem Fonds vertreten ist, den dritten Platz ein.

³ An dieser Stelle sollte noch einmal daran erinnert werden, dass bei allen Mischfonds Kategorien die fünf- und zwanzigjährige Rangfolge wegen der zu geringen Belegung nicht mit Sonderpunkten oder Abzügen versehen wird.

Mischfonds EUR ausgewogen:

Mischfonds EUR ausgewogen	Rang	Wertung
Lemanik Asset Management S.A.	1	19,00
BayernInvest Luxembourg S.A.	2	15,00
Allianz (Global Investors)	3	13,38

Tabelle 13: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR ausgewogen

Der Lemanik SICAV Italy erzielt in der Produktbewertung ausgewogener Mischfonds das zweitbeste Ergebnis. Damit belegt die Lemanik Asset Management S.A., die mit keinem anderen ausgewogenen Mischfonds in der Fondsauswahl vertreten ist, den ersten Platz in der Kategorie „Mischfonds EUR ausgewogen“.

Der besten Fonds in dieser Kategorie ist der HUK Vermögensfonds Basis der BayernInvest Luxembourg S.A.. Die BayernInvest, die ansonsten noch mit zwei weiteren ausgewogenen Mischfonds in der Auswahl vertreten ist, liegt damit auf Platz zwei.

Hinter der BayernInvest reiht sich die Allianz auf dem dritten Platz ein, die mit ihrem PremiumMandat Konservativ C Fonds in der Ergebnisrangfolge der ausgewogenen Mischfonds ebenfalls den dritten Rang belegt.

Mischfonds EUR aggressiv:

Mischfonds EUR aggressiv	Rang	Wertung
SAUREN Fonds-Select SICAV	1	20,00
Carmignac Gestion	2	19,00
Frankfurt Trust	3	18,00

Tabelle 14: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR aggressiv

Als erfolgreichster aggressiver EUR Mischfonds resultiert wie bereits erwähnt der Sauren Global Stable Growth A und ermöglicht der SAUREN Fonds-Select SICAV mit einem Punkt Vorsprung vor der Carmignac Gestion das Erreichen des ersten Platzes in der aggressiven Mischfondskategorie. Die Carmignac Gestion erzielt mit ihrem Carmignac Profil Réactif 75 A eine identische Bewertung wie die SAUREN Fonds-Select sowie den zweiten Rang in der Ergebnisrangfolge und verliert deshalb in Relation zur SAUREN Fonds-Select einen Punkt.

Auch die Frankfurt Trust ist mit nur einem aggressiven Mischfonds in der Stichprobe enthalten. Der FMM-Fonds belegt den dritten Platz der Produktrangfolge und wird ebenso wie der Sauren Global Stable Growth A und Carmignac Profil Réactif 75 A Fonds mit der Note drei bewertet, sodass sich die Frank Trust insgesamt ebenfalls mit nur einem Punkt Abstand auf Platz drei befindet.

Mischfonds EUR flexibel:

Mischfonds EUR flexibel	Rang	Wertung
Metzler	1	15,00
Deutsche Asset Management	2	12,00
Ampega Investment GmbH	3	11,50

Tabelle 15: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR flexibel

Die Ergebnisse in der Kategorie Mischfonds EUR flexibel fallen mit einer durchschnittlichen Bewertung von 4,9 relativ schlecht aus. Den ersten Platz belegt Metzler, deren Global Opportunities Fonds auch in der Produktwertung am besten abschneidet. Daneben ist Metzler noch mit zwei weiteren flexiblen Mischfonds in der Auswahl vertreten und erreicht damit eine Bewertung von 4,0.

Auf Platz zwei liegt die Deutsche Asset Management, die mit sechs Fonds der Kategorie Mischfonds EUR flexibel ebenfalls auf eine Wertung von 4,0 kommt und damit die Plätze drei bis fünf in der Ergebnisrangfolge belegen kann, allerdings auch Punktabzüge für einen schlechter bewerteten Fonds bekommt.

Auf Produktebene erzielt der C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI Fonds der Ampega Investment GmbH das zweitbeste Ergebnis, wobei die KAG noch drei weitere flexible Mischfonds besitzt, die relativ ungünstig abschneiden, so dass die Ampega Investment insgesamt mit 4,5 bewertet wird und trotz der vier Zusatzpunkte nur den dritten Platz belegen kann.

3.5 Ergebnis Immobilienfonds Europa

Immobilienfonds Europa	Rang	Punkte*
Deutsche Asset Management	1	5,00
Commerz Real Investment GmbH	2	4,00
BNP Paribas	3	3,00

Tabelle 16: Beste Kapitalanlagegesellschaften für Immobilienfonds Europa

Innerhalb der Auswertungskategorie Immobilienfonds Europa kann die Deutsche Asset Management mit ihrem Grundbesitz Europa Fonds die höchste annualisierte Rendite erzielen. Auf dem zweiten Platz folgt der hausInvest Fonds, welcher der Commerz Real Investment GmbH zugeordnet werden kann. Die BNP Paribas reiht sich mit ihrem INTER ImmoProfil Fonds auf dem dritten Platz ein.

3.6 Ergebnis Gesamtwertung

Gesamt	Rang	Wertung
Deutsche Asset Management	1	50,11
Carmignac Gestion	2	36,50
Threadneedle	3	35,26

Tabelle 17: Beste Kapitalanlagegesellschaften Gesamtwertung

In der Gesamtwertung erzielt die Deutsche Asset Management die höchste Punktzahl von gut 50 Punkten, wobei die durchschnittliche Bewertung auf Grund der hohen Anzahl von 58 Fonds mit einem Wert von 3,78 naturgemäß eher mittelmäßig ausfällt. Dem gegenüber kann die DWS durch die Platzierung von zwölf Fonds unter den jeweils fünf erfolgreichsten Produkten einer Auswertungskategorie, denen lediglich zwei Platzierungen unter den letzten fünf Fonds einer Kategorie entgegenstehen, einen positiven Saldo von 39 Punkten für sich verbuchen.

Den zweiten Platz der Gesamtwertung belegt die Carmignac Gestion, die insgesamt nur mit vier Produkten in der Fondsauswahl vertreten ist, von denen zwei in ihrer Auswertungskategorie einen der fünf punkterelevanten Ränge belegen können. Vor allem der Carmignac Investissement, aber auch der Mischfonds Profil Réactif 75 erzielen jeweils sehr gute Ergebnisse und ermöglichen der Carmignac eine hervorragende durchschnittliche Bewertung von 2,5 und einen Saldo von 19 Punkten für die Belegung von drei Spitzenplatzierungen auf Fondsebene.

Die Threadneedle Investment Gesellschaft geht mit 13 Produkten in die Wertung ein und erzielt eine durchschnittliche Bewertung von 3,35. Den dritten Platz in der Gesamtwertung verdankt die Gesellschaft hauptsächlich dem Erfolg von vier Aktienfonds, die einmal in der fünfzehnjährigen und dreimal in der fünfundzwanzigjährigen Wertung von europäischen und amerikanischen Aktienfonds Top 5 Ränge belegen und der Threadneedle Investment KAG einen Saldo von 22 zusätzlichen Punkten ermöglichen.

3.7 Die schlechtesten Renditen der vergangenen drei Jahre

Neben den Investmentfonds, die über fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre hinweg erfolgreich waren, wurden in jeder Kategorie weiterhin fünf Produkte ermittelt, die in den vergangenen drei Kalenderjahren die schlechteste Performance erzielt haben. Die Zusammenstellung der Wertentwicklung der vergangenen drei Jahre stellt jedoch nur eine zusätzliche Information dar und geht nicht in die Bewertung einer KAG ein.

Bei Betrachtung der Aktienfonds fällt zunächst auf, dass innerhalb einer Kategorie sowohl überwiegend Verluste, als auch ausschließlich Gewinne, die dann allerdings hinter den Wertzuwächsen anderer Investmentfonds der gleichen Kategorie geblieben sind, auftreten. Ein Beispiel für den erstgenannten Fall sind Aktienfonds, deren Schwerpunkt auf Europa liegt, wohingegen amerikanische Aktienfonds ein Beispiel für letztgenannten Fall darstellen. Des Weiteren können die schlechtesten Performanzenwerte zwischen den einzelnen Kategorien sehr stark variieren. Der mit Abstand höchste Verlust von rund 22% fällt in der Kategorie Aktienfonds Emerging Markets an und betrifft einen Fonds einer kleineren KAG, der Carnegie Fund Management Co. S.A.. Wobei in dieser Kategorie dieser Fonds der einzige ist, der über die letzten drei Jahre Verluste zu verzeichnen hat.

Unter den Europa Aktienfonds gelang es zwar sogar vier Fonds nicht, über den Zeitraum von drei Jahren eine positive Rendite zu erwirtschaften, allerdings fallen hier die Verluste deutlich geringer aus. Mit einem Verlust von 6,43% liefert der Fonds mit der schlechtesten Performance unter den europäischen Aktienfonds auch gleichzeitig die zweitschlechteste aller betrachteten Aktienfonds.

Bei den Aktienfonds mit deutscher und globaler Ausrichtung gibt es jeweils nur einen Fonds mit negativer Rendite in dem Dreijahreszeitraum. In beiden Kategorien treten Werte zwischen -3% und 11% auf.

KAG	Aktienfonds Deutschland	ISIN	Perf. 2014-2016
Warburg Invest	Warburg Daxtrend-Fonds	DE0009765446	-2,91%
Candriam Luxembourg S.A.	Candriam Eqs L Germany C EUR Acc	LU0093601408	8,32%
Union Bancaire Privée	UBAM Dr Ehrhardt German Equity A EUR Acc	LU0087798301	9,15%
Hauck & Aufhäuser Inv Gesellschaft S.A.	HAIG MB Max Value	LU0121803570	9,48%
Mediolanum International Fund Limited	Mediolanum Ch Germany Equity L A	IE0004457085	10,46%
KAG	Aktienfonds Europa	ISIN	Perf. 2014-2016
Universal-Investment	Trendconcept-UI-Fonds-Aktien-Europa	DE0009781773	-6,43%
Danske Invest Management Company S.A.	Danske Invest Europe Focus A	LU0088125512	-1,40%
Hansainvest	Bankhaus Neelmeyer Aktienstrategie	LU0134853133	-1,02%
Belgrave Capital Management Ltd	Vitruvius European Equity B EUR	LU0103754361	-0,38%
IFM Independent Fund Management AG	Principal Equity Europe	LI0010219694	3,49%
KAG	Aktienfonds USA	ISIN	Perf. 2014-2016
Union Bancaire Privée	UBAM AJO US Equity Value A USD Acc	LU0045841987	34,75%
Mediolanum International Fund Limited	Mediolanum BB US Collection L A	IE0005372184	37,75%
BNP Paribas	Parvest Equity USA C C	LU0012181318	40,18%
Aberdeen Global Services S.A.	Aberdeen Global North American Eq A2	LU0011963831	40,61%
Goldman Sachs Asset Mngmt Global Services Ltd.	GS US Focused Growth Equity Base Inc	LU0102220448	41,65%
KAG	Aktienfonds Global	ISIN	Perf. 2014-2016
Deutsche Asset Management	Inovesta Opportunity OP	DE0005117519	-2,69%
Deutsche Asset Management	DWS Concept ARTS Dynamic	LU0093746393	3,32%
Semper Constantia Invest GmbH	ARIQON Wachstum T	AT0000810650	8,05%
LRI Invest S.A.	Nordlux Pro 100	LU0100634004	10,36%
Ampega Investment GmbH	C-QUADRAT ARTS Best Momentum EUR T	AT0000825393	10,72%
KAG	Aktienfonds Emerging Markets	ISIN	Perf. 2014-2016
Carnegie Fund Management Co. S.A.	C WorldWide Emerging Markets 1A	LU0086737482	-22,44%
Mediolanum International Fund Limited	Mediolanum Ch Emerg Mark Equity L A	IE0004878744	6,04%
Mediolanum International Fund Limited	Mediolanum BB Emerging Mkts Collect L A	IE0005380518	6,68%
State Street Global Advisors	Global Advantage Emerging Mkts Hi Val A	LU0047906267	7,81%
Raiffeisen KAG	Raiffeisen-EmergingMkts-Aktien R A	AT0000796404	8,28%

Tabelle 18: Die schlechtesten Dreijahresrenditen unter den Aktienfonds

Unter den Aktienfonds mit Schwerpunkt USA hat sich der UBAM AJO US Equity Value A als Fonds mit der schlechtesten Wertentwicklung der letzten drei Jahre erwiesen, wobei anzumerken ist, dass die fünf Produkte mit der schwächsten Performance allesamt zwischen +34% und +42% liegen.

Unter den festverzinslichen Fondskategorien entfallen die schlechtesten Wertentwicklungen der vergangenen drei Jahre auf Geldmarktfonds aus dem Euroraum. Alle fünf Produkte weisen eine negative Performance über die letzten drei Jahre auf, wobei die Spanne mit Werten zwischen -1,2% und -0,7% sehr gering ist, was in dieser Kategorie aber nicht weiter überrascht. Am schlechtesten schneidet der CB Geldmarkt Deutschland Fonds der Allianz ab, von der sich auch noch ein weiterer Fonds unter den fünf schlechtesten Performern dieser Kategorie befindet. Etwas besser fallen die Ergebnisse bei den Euro Rentenfonds mit Werten zwischen +1,5% und +3% aus. Hier werden die niedrigsten Renditen von der Union Investment Gesellschaft erzielt, welche darüber hinaus mit drei Produkten in der Zusammenstellung der fünf wenig erfolgreichen Fonds vertreten ist.

Die Fonds mit der schlechtesten Wertentwicklung innerhalb der Rentenfonds mit globaler Ausrichtung erwirtschafteten im Zeitraum der letzten drei Jahre durchwegs Gewinne. Bemerkenswert hierbei ist, dass der Noris-Rendite-Fonds mit rund 7% der Fonds mit der schlechtesten Performance der letzten drei Jahre ist, obwohl dieser über fünfzehn und fünfundzwanzig Jahre hinweg ein sehr gutes Ergebnis erzielt und damit maßgeblich zum Erfolg der DWS Investment Gesellschaft innerhalb der entsprechenden Rentenfonds Kategorie beiträgt.

KAG	Rentenfonds Euro	ISIN	Perf. 2014-2016
Union Investment	UniKapital -net-	DE0009750174	1,50%
Union Investment	UniKapital	DE0008491085	2,16%
Universal-Investment	SEB Total Return Bond	DE0008473414	2,57%
Union Investment	UniEuroKapital	LU0046307343	2,81%
UBS	UBS (Lux) Medium Term BF EUR P Acc	LU0057957291	2,84%
KAG	Rentenfonds Global	ISIN	Perf. 2014-2016
Deutsche Asset Management	Noris-Rendite-Fonds	DE0008492612	7,33%
Deutsche Asset Management	DWS Inter-Renta	DE0008474040	11,18%
Threadneedle	Threadneedle (Lux) Global Strat Bd W	LU0042998335	19,03%
Old Mutual Global Investors (UK) Ltd	Old Mutual Global Bond A USD Acc	IE0005263029	19,52%
Swisscanto Asset Management AG	Swisscanto (LU) PF Income A	LU0112799969	19,62%
KAG	Geldmarkt	ISIN	Perf. 2014-2016
Allianz (Global Investors)	CB Geldmarkt Deutschland I A EUR	LU0052221412	-1,20%
GAM	JB Multicash Money Market Euro B	LU0032254962	-1,12%
Allianz (Global Investors)	Allianz Geldmarktfds Spez A EUR	DE0008476276	-0,79%
Candriam Luxembourg S.A.	Candriam Money Market Euro C Acc	LU0093583077	-0,77%
Swisscanto Asset Management AG	Swisscanto (LU) Money Market EUR B	LU0141249770	-0,69%

Tabelle 19: Die schlechtesten Dreijahresrenditen unter den Renten- und Geldmarktfonds

Innerhalb der vier Mischfondskategorien treten die größten Verluste überraschenderweise nicht in der aggressiven Mischfondsklasse, sondern bei den flexiblen Mischfonds ohne feste Aktienquote auf. Der Multi Invest OP der Oppenheim AM Services S.à.r.l. musste in den letzten drei Jahren Verluste von knapp 23% hinnehmen. Abgesehen davon liegen die Werte der anderen vier Produkte relativ dicht beieinander mit Werten zwischen -4% und +2%.

Eine große Spanne gibt es auch bei den Renditen innerhalb der defensiven Mischfonds. Nur einem Produkt in dieser Kategorie gelingt es nicht, in den letzten drei Jahren eine positive Rendite zu erwirtschaften. Mit einer Wertentwicklung von -16,66% verzeichnet der SEB Optimix Ertrag einen für diese Kategorie ausgesprochen hohen Verlust und schneidet somit mit Abstand am schlechtesten unter allen defensiven Mischfonds ab.

Innerhalb der ausgewogenen Mischfonds haben zwei Produkte eine negative Wertentwicklung zu verbuchen. Hier fällt auf, dass zwei der fünf Produkte, die in den letzten drei Jahren eine ungünstige Performance lieferten, über einen Zeitraum von fünfzehn Jahren gut abschnitten. Wie bereits erwähnt, erreicht der Lemanik SICAV Italy in der Produktbewertung den zweiten Rang, wodurch die Lemanik Asset Management S.A. in der Kategorie Mischfonds EUR ausgewogen das beste Ergebnis erzielte. Auch der Janus Balanced A, der mit einer Rendite von gut 4% die drittschlechteste Performance vorweist, kommt bei der fünfzehnjährigen Auswertung auf Rang vier.

Nur innerhalb der aggressiven Mischfondskategorie treten keine Verluste auf. Die schlechtesten Ergebnisse liegen hier zwischen 0% und +8%.

KAG	Mischfonds EUR defensiv	ISIN	Perf. 2014-2016
SEB Asset Management S.A. Lux	SEB Optimix® Ertrag B	LU0066376558	-16,66%
Hansainvest	D&R Strategie - Einkommen P	LU0105418759	0,70%
Raiffeisen KAG	C- QUADRAT Absolute Return ESG R T	AT0000729298	2,65%
Union Investment	VR Sachsen Global Union	DE0005326698	3,56%
Pictet Asset Management (Europe) S.A.	Castell Concept	LU0112034003	4,77%
KAG	Mischfonds EUR ausgewogen	ISIN	Perf. 2014-2016
Axxion S.A.	Multi-Axxion - Im-Puls 1	LU0132033852	-2,42%
Hansainvest	D&R Strategie - Ausgewogen P	LU0105418833	-0,81%
Janus Capital Funds Plc	Janus Balanced A EUR Acc Hedged	IE0009514989	4,44%
ERSTE-SPARINVEST KAG	Advisory One T	AT0000737283	4,67%
Lemanik Asset Management S.A.	Lemanik SICAV Italy C Ret EUR A	LU0090850685	5,22%
KAG	Mischfonds EUR aggressiv	ISIN	Perf. 2014-2016
Hansainvest	D&R Strategie - Select P	LU0105425887	0,97%
Warburg Invest	Warburg Classic Vermögensgmt Fonds	DE0009765370	6,04%
Pioneer	Pioneer Inv Substanzwerte	DE0009792002	7,10%
Candriam Luxembourg S.A.	BIL Patrimonial High C Acc	LU0049912065	7,33%
LBBW Asset Management Investment GmbH	LBBW FondsPortfolio Wachstum	DE0009780536	7,71%
KAG	Mischfonds EUR flexibel	ISIN	Perf. 2014-2016
Oppenheim AM Services S.à.r.l.	Multi Invest OP R	LU0103598305	-22,93%
Hauck & Aufhäuser Inv Gesellschaft S.A.	HAIG Select Multi Asset B	LU0090344390	-3,52%
Axxion S.A.	PEH Empire - P	LU0086120648	-2,56%
LBBW Asset Management Investment GmbH	W&W Dachfonds Basis	DE0005326219	-1,17%
Ampega Investment GmbH	C-QUADRAT FLEXible Assets AMI	DE0008485129	1,75%

Tabelle 20: Die größten Dreijahresverluste unter den Mischfonds

4 Zusammenfassung

Insgesamt zeigen die Ergebnisse deutlich, dass es für aktive Investmentfonds eine gewisse Schwierigkeit darstellt, nach der Betrachtung von Kosten eine marktunabhängige Zusatzrendite gegenüber einer marktkapitalisierten Benchmark zu erzielen. Dennoch gelang es in den letzten fünfzehn Jahren immerhin 178 der betrachteten Investmentfonds, ein positives normiertes Alpha zu erzielen, was einem Anteil von knapp 18% entspricht. Weiterhin geht aus den Daten hervor, dass bei einer Anzahl von 999 Produkten mehr als drei Viertel der betrachteten Fonds in Bezug auf ihr Alpha in dem Intervall von -4% bis 0% liegen und damit ungefähr die Marktperformance abzüglich ihrer Verwaltungskosten erzielen.

Die besten Ergebnisse erreichen die aktiven Investmentfonds in der Kategorie global investierter Rentenfonds. In diesem Segment gelingt es sogar rund 57% der untersuchten Fonds, über einen Zeitraum von fünfzehn Jahren hinweg ein positives Alpha gegenüber der zugewiesenen Benchmark zu erzielen, bei einer Betrachtung von fünfundzwanzig Jahren sinkt diese Quote zwar, liegt aber mit 38,1% immer noch höher als in allen anderen Kategorien. Über alle Rentenfonds hinweg gelingt es lediglich 17,6% der betrachteten Investmentfonds, im Vergleich zu ihrer Benchmark ein positives Alpha zu erwirtschaften, wobei diese Quote bei einer Betrachtung von 25 Jahren auf 30,6% ansteigt, was mit hoher Wahrscheinlichkeit darauf zurückzuführen ist, dass in der Kategorie Euro-Rentenfonds für die ersten sieben Jahre von 1992 bis 1998 ein Index für deutsche Bundesanleihen, der das risikoärmste Segment der Euro-Anleihen abbildet, als Benchmark eingesetzt werden musste.

In der Kategorie Aktienfonds insgesamt generieren in einem Zeitraum von fünfzehn Jahren 21,5% der betrachteten Investmentfonds ein positives Alpha gegenüber den entsprechenden Benchmarks. Beim Übergang auf 25 Jahre gelingt dies sogar 22,6% der Aktienfonds. Unterscheidet man bei den Aktienfonds nach regionaler Ausrichtung, ist die Spanne allerdings recht hoch. Während deutsche Aktienfonds mit einer Quote von 41% (31,6% bei fünfundzwanzigjähriger Betrachtung) innerhalb dieses Segments am besten abschneiden, können von den US-Aktienfonds nur 11,1% ein positives Alpha vorweisen.

Deutlich ungünstigere Ergebnisse erzielen Mischfonds, da in einem Zeitraum von fünfzehn Jahren lediglich 5,9% einen Mehrwert gegenüber der jeweiligen Benchmark erbringen konnten. Bei der fünfundzwanzigjährigen Betrachtung gelingt dies immerhin drei von 28 untersuchten Mischfonds. Differenziert man die Mischfonds nach ihrer jeweiligen Risikoneigung, so schneiden aggressiv aufgestellte Fonds über die letzten fünfzehn Jahre mit etwa 13,6% am besten ab. Erwähnenswert ist, dass in der – gemessen an der Anzahl der vorhandenen Fonds – größten Kategorie (Mischfonds EUR ausgewogen) lediglich zwei Fonds von insgesamt 74 ein positives Alpha aufweisen.

In der Kategorie der Geldmarktfonds realisieren 34% der untersuchten Fonds ein positives Alpha in Relation zum EONIA TR Index der Deutschen Bank, wobei in diesem Segment lediglich die vergangenen fünfzehn Jahre betrachtet wurden.

Bei der Interpretation der vorliegenden Ergebnisse ist darauf zu achten, dass die ermittelten Quoten erfolgreicher Fonds nicht die erwartete Wahrscheinlichkeit widerspiegeln, bei der Auswahl eines beliebigen Investmentfonds gegenüber der jeweiligen Benchmark

einen Mehrwert zu erzielen. Es muss davon ausgegangen werden, dass das im Rahmen der vorliegenden Studie durchgeführte Experiment mit einem erheblichen Survivorship Bias behaftet ist. Der Anteil der aktiven Investmentfonds, die über die letzten fünfzehn und fünfundzwanzig Jahren hinter ihrer Benchmark zurückgeblieben sind, ist in Wahrheit noch etwas größer, als es die Ergebnisse der empirischen Auswertung vermitteln können. Es muss davon ausgegangen werden, dass ein signifikanter Anteil der Investmentfonds, die innerhalb der vergangenen fünfzehn bzw. fünfundzwanzig Jahren keinen Erfolg verbuchen konnten, wegen Mittelabflüssen geschlossen wurden und deshalb nicht in der Untersuchung enthalten sind.

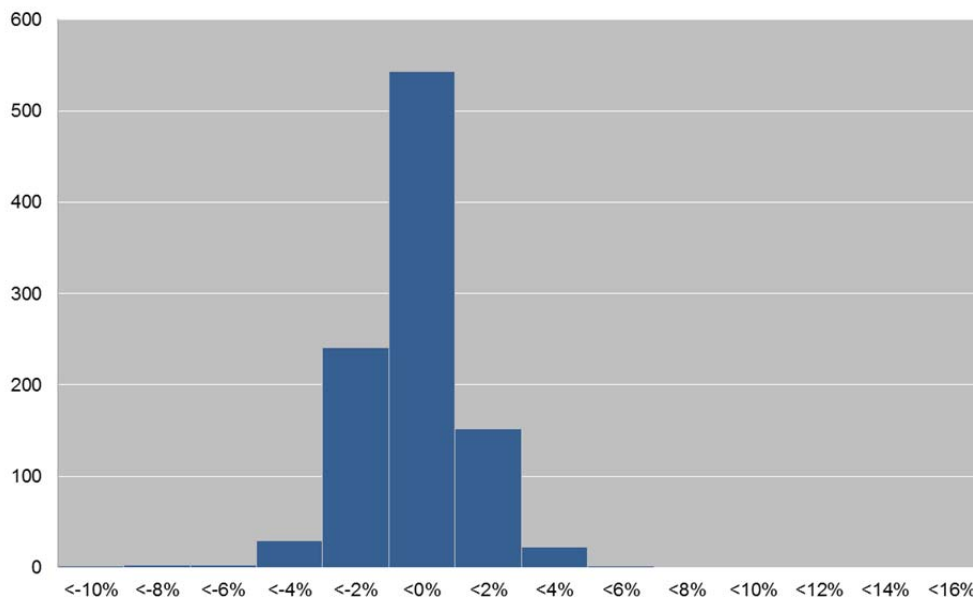


Abbildung 2: Verteilung des fünfzehnjährigen normierten Alphas innerhalb der Fondsauswahl

5 Über das Institut für Vermögensaufbau

Das Institut für Vermögensaufbau ist eine bankenunabhängige Gesellschaft zur Förderung des Vermögensaufbaus von Privatanlegern durch die Erbringung unabhängiger finanzwissenschaftlicher Dienstleistungen. Sein Ziel ist es, qualitativ hochwertige Finanzdienstleistungen für Privatanleger erkennbar zu machen, deren Qualität zu sichern und die finanzielle Kompetenz von Privatanlegern zu fördern. Um diese Ziele zu erreichen, prüft das Institut regelmäßig verschiedene Dienstleistungen, die Banken für ihre Kunden erbringen, insbesondere im Bereich der Vermögensverwaltung. Für Privatanleger gut geeignete Lösungen können dabei zertifiziert werden. Darüber hinaus führt das Institut Studien und Analysen durch, deren Ergebnisse Privatanleger bei ihrem individuellen Vermögensaufbau unterstützen sollen.

Das Institut verfolgt damit gegenüber Privatanlegern eine Verbraucherschützende Funktion, weswegen die Portfoliozertifizierung auch von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) und der Schufa unterstützt wird. Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. ist in Person ihres Hauptgeschäftsführers, Herrn Marc Tüngler, auch im Beirat des Instituts vertreten. Weitere Beiratsmitglieder sind Herr Prof. Dr. Thorsten Hens, Professor für Finanzökonomie an der Universität Zürich, sowie Rechtsanwalt Dr. Christian Waigel, Partner der Sozietät Gassner, Stockmann & Kollegen, mit Tätigkeitsschwerpunkt u.a. im Kapitalanlage- und Wertpapierrecht.

Weitere Informationen über das Institut können der Internetseite www.institut-va.de entnommen werden.

6 Über die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz

Die DSW (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.) ist mit mehr als 30000 Mitgliedern Deutschlands führende Aktionärsvereinigung für private und institutionelle Investoren. Die Anlegerschutzorganisation ist gleichzeitig der Dachverband für die insgesamt 7000 deutschen Investmentclubs mit annähernd 500 Millionen Euro investiertem Kapital. Gegründet wurde die DSW im Jahr 1947 in Düsseldorf. Hier sitzt die Zentrale der Organisation auch heute noch. Daneben wird die Vertretung der Anlegerinteressen aber auch in acht Landesverbänden quer durch Deutschland koordiniert. In den Gründungsjahren lag die Hauptaufgabe zunächst im Schutz der Rechte und des Vermögens der Aktionäre. Diesem Grundsatz ist die DSW auch heute noch verpflichtet. Sie informiert, vertritt und hilft den deutschen Anlegern in allen Belangen und Fragen des Kapitalmarktes.

Einen Schwerpunkt ihrer Arbeit sieht die Schutzvereinigung in der Vertretung von Stimmrechten für ihre Mitglieder. Insgesamt besucht die DSW jährlich mehr als 700 Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften. Hier überwachen die DSW-Fachleute kritisch die Arbeit des Managements und der Aufsichtsgremien. Darüber hinaus bietet die DSW ihren Mitgliedern umfangreiche juristische Unterstützung bei der Geltendmachung von Ansprüchen an. Das reicht vom Erstattungsservice für ausländische Quellensteuer über eine kostenlose juristische Erstberatung bis zur Einleitung von Gerichtsverfahren, wenn fundamentale Aktionärsrechte verletzt werden.

Darüber hinaus wirkt die DSW in einer Vielzahl von Gremien aktiv an der Weiterentwicklung der Aktienkultur in Deutschland mit. Die Organisation ist in der Übernahmekommission der Finanzaufsicht BaFin ebenso vertreten, wie in der deutschen Corporate Governance Kommission, der Börsensachverständigen-Kommission, der Prüfstelle für Rechnungslegung sowie in den Beiräten vieler deutscher Börsen.

Da die internationalen Kapitalmärkte immer weiter zusammenwachsen, engagiert sich die Schutzvereinigung auch über die deutschen Grenzen hinaus. Die DSW ist Gründungsmitglied bei Euroshareholders, einem pan-europäischen Zusammenschluss von Aktionärsvereinigungen. Zugleich gehört die Schutzvereinigung dem European Corporate Governance Services (ECGS) an, einem europäischen Analyse- und Research-Service für institutionelle Investoren. Auch in den USA und Großbritannien kooperiert die DSW mit großen Institutionen, wie beispielsweise Institutional Shareholder Services/Risk Metrics (ISS), zur grenzüberschreitenden Vertretung von Stimmrechten.

7 Allgemeine und rechtliche Hinweise

Die vorliegende Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt in keinem Fall eine Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Vor dem Treffen von Anlageentscheidungen sollten in jedem Fall der Verkaufsprospekt sowie ein Anlageberater zu allen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen und buchhalterischen Angelegenheiten konsultiert werden.

Die der vorliegenden Studie zugrundeliegenden Berechnungen wurden vom Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG mit der gebotenen Sorgfalt durchgeführt. Das Institut für Vermögensaufbau kann allerdings keine Gewähr für die inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität aller Ergebnisse übernehmen.

Sowohl das Institut für Vermögensaufbau als auch ihm assoziierte Unternehmen haften unter keinen Umständen für irgendwelche Verluste sowie direkte oder indirekte Schäden oder Folgeschäden, die aufgrund der Verwendung der vorliegenden Studie entstehen.

Anhang: Rangliste der Kapitalanlagegesellschaften

KAG	Ergebnis
Deutsche Asset Management	50,11
Carmignac Gestion	36,50
Threadneedle	35,26
Raiffeisen KAG	33,52
Vontobel Asset Management S.A.	31,00
Comgest S.A.	23,00
Baring Asset Management Ltd	22,36
MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH	21,83
Sparkasse Oberösterreich KAG	20,50
Spängler IQAM Invest GmbH	19,43
IFM Independent Fund Management AG	19,00
FIL (Luxembourg) S.A.	18,67
LBBW Asset Management Investment GmbH	18,33
Swiss Life Funds (LUX) Management Co.	17,50
Belgrave Capital Management Ltd	17,00
Blackrock (Luxembourg) S.A.	16,67
SAUREN Fonds-Select SICAV	16,67
Henderson Fund Management (Luxembourg) S.A.	16,50
First State Investments	16,00
Pioneer	15,78
Nordea Investment Funds S.A.	15,00
Metzler	13,55
Investec	13,54
Natixis Asset Management	13,50
Allianz (Global Investors)	12,83
GAM	12,79
Aberdeen Global Services S.A.	12,67
Ampega Investment GmbH	12,50
Oyster SICAV	12,50
Principal Global Investors (Europe) Ltd	12,50
Standard Life Investments	12,50
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.à.r.l.	12,48
BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.	12,27
3 Banken-Generali Investment GmbH	12,23
Janus Capital Funds Plc	12,00
Danske Invest Management Company S.A.	11,67
Russell Investments Ireland Ltd	11,67
BLI - Banque Luxembourg Investments S.A.	11,25
ERSTE-SPARINVEST KAG	11,25

KAG	Ergebnis
Nord Est Asset Management	11,00
BNY Mellon	10,95
BayernInvest Luxembourg S.A.	10,75
Morgan Stanley Investment Management (ACD) Ltd	10,71
Semper Constantia Invest GmbH	10,33
Davis Selected Advisors	10,00
Goldman Sachs Asset Mngmt Global Services Ltd.	10,00
Gutmann KAG	10,00
IPConcept (Luxemburg) S.A.	10,00
Jyske Invest Fund Management	10,00
LGT Capital Management	10,00
MEAG Munich Ergo KAG mbH	10,00
Russell Investments	10,00
Schoellerbank Invest AG	10,00
SEI Investments Global Limited	10,00
Sparinvest S.A.	10,00
State Street Global Advisors	10,00
Swisscanto Asset Management AG	10,00
Union Bancaire Privée	10,00
Vanguard Group (Ireland) Limited	10,00
WWK Investment S.A.	10,00
BNP Paribas	9,54
Capital International	9,29
Invesco	9,05
Federated International Management	9,00
Lemanik Asset Management S.A.	9,00
AXA Funds Management S.A.	8,91
Robeco Luxembourg S.A.	8,89
Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH	8,75
UBS	8,71
BMO Global Asset Management	8,33
Generali Investments	8,33
J. Safra Sarasin Fund Management (Lux.) S.A.	8,33
LLB Fund Services AG	8,33
Siemens Fonds Invest GmbH	8,33
Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat	8,13
Baloise Fund Invest	8,00

KAG	Ergebnis
DBV-Winterthur Kapitalanlagen	7,50
Feri Trust (Luxembourg) S.A.	7,50
International Fund Management S.A.	7,50
Old Mutual Global Investors (UK) Ltd	7,50
Rothschild & Cie Gestion	7,50
Carnegie Fund Management Co. S.A.	7,25
AllianceBernstein (Luxembourg) S.à.r.l.	7,14
Credit Suisse	7,14
VP Fund Solutions (Lichtenstein) AG	7,00
Union Investment	6,93
Security Kapitalanlage AG	6,88
Pictet Asset Management (Europe) S.A.	6,57
Walser Privatbank Invest S.A.	6,50
Kepler-Fonds KAG	6,33
ALTE LEIPZIGER Trust Investment-GmbH	6,00
Amundi	5,86
M&G Investment Funds	5,63
INKA Internationale KAG mbH	5,50
DNB Asset Management S.A.	5,25
Alceda Fund Management S.A.	5,00
Deka International / Investment	4,52
Schroder Investment Management Lux S.A.	4,44
Legg Mason	4,33
Hauck & Aufhäuser Inv Gesellschaft S.A.	3,71
Oppenheim AM Services S.à.r.l.	2,00
Axxion S.A.	2,00
Hansainvest	1,68
Landesbank Berlin Investment GmbH	0,85
Frankfurt Trust	-0,25
Franklin Templeton Investment Fds	-0,50
Degroof Petercam Asset Management S.A.	-1,79
SEB Asset Management S.A. Lux	-2,33
MFS Meridian Funds SICAV	-3,09
NN Investment Partners Luxembourg S.A.	-3,13
Universal-Investment	-3,92
HSBC	-5,79
LRI Invest S.A.	-4,67
Candriam Luxembourg S.A.	-8,32
Warburg Invest	-9,50
Mediolanum International Fund Limited	-14,09
KBC Asset Management S.A.	-16,52