

## Vergleich von Kapitalanlagegesellschaften

Studie zum empirischen Vergleich des  
Anlageerfolgs von Investmentfonds  
marktrelevanter Kapitalanlagegesellschaften

in Zusammenarbeit mit



März 2011

## Vergleich von Kapitalanlagegesellschaften

Studie zum empirischen Vergleich des Anlageerfolgs von Investmentfonds  
marktrelevanter Kapitalanlagegesellschaften

### Herausgeber:

Institut für Vermögensaufbau  
(IVA) AG  
Nymphenburger Straße 113  
D-80636 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. 12  
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, Andreas Ritter

### Textbeiträge:

Dr. Andreas Beck, Andreas Ritter

### Datenanalysen:

Andreas Ritter

Schutzgebühr: 20,- EUR

## Inhalt

<b>1</b>	<b>EINFÜHRUNG .....</b>	<b>5</b>
1.1	DAS CAPITAL ASSET PRICING MODEL .....	5
1.2	JENSEN'S ALPHA.....	6
<b>2</b>	<b>UNTERSUCHUNGSDESIGN .....</b>	<b>8</b>
2.1	DATENBASIS UND DATENAUFBEREITUNG .....	8
2.2	AUSWERTUNG.....	11
<b>3</b>	<b>ERGEBNISSE.....</b>	<b>14</b>
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 GESAMTWERTUNG .....	22
3.6	DIE GRÖßTEN VERLUSTE DER VERGANGENEN DREI JAHRE.....	23
<b>4</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>26</b>
<b>5</b>	<b>ÜBER DAS INSTITUT FÜR VERMÖGENSAUFBAU.....</b>	<b>29</b>
<b>6</b>	<b>ÜBER DIE DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ 30</b>	
<b>7</b>	<b>ALLGEMEINE UND RECHTLICHE HINWEISE.....</b>	<b>32</b>
	<b>ANHANG: RANGLISTE DER KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN.....</b>	<b>33</b>

## Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: KAPITALMARKTLINIE UND ERWARTETE RENDITE IN ABHÄNGIGKEIT VON BETA .....	7
ABBILDUNG 2: VERTEILUNG DES ZEHNJÄHRIGEN NORMIERTEN ALPHAS INNERHALB DER FONDSAUSWAHL.....	26
TABELLE 1: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR AKTIENFONDS .....	14
TABELLE 2: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR DEUTSCHLAND AKTIENFONDS .....	15
TABELLE 3: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR EUROPA AKTIENFONDS.....	15
TABELLE 4: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR US AKTIENFONDS .....	16
TABELLE 5: BESTE KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN FÜR INTERNATIONALE AKTIENFONDS .....	16
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 GESAMTWERTUNG .....	22
TABELLE 17: DIE GRÖßTEN DREIJAHRVERLUSTE UNTER DEN AKTIENFONDS .....	24
TABELLE 18: DIE GRÖßTEN DREIJAHRVERLUSTE UNTER DEN RENTEN- UND GELDMARKTFONDS.....	25
TABELLE 19: DIE GRÖßTEN DREIJAHRVERLUSTE UNTER DEN MISCHFONDS .....	25

## 1 Einführung

Die vorliegende Untersuchung befasst sich 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 zehn und zwanzig 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  $\mu_i$  eines Wertpapiers in der Modellwelt des Capital Asset Pricing Modells die folgende Beziehung:

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

Dabei ist  $r_f$  der risikolose Referenzzinssatz,  $\mu_m$  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  $\varepsilon_i$  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  $\varepsilon_i$  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  $\varepsilon$ , sondern mit  $\alpha$  bezeichnet – innerhalb des klassischen linearen Modells korrespondiert der griechische Buchstabe  $\alpha$  mit dem y-Achsenabschnitt und ist konstant, während das Residuum  $\varepsilon$  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  $\varepsilon$  berechnen.

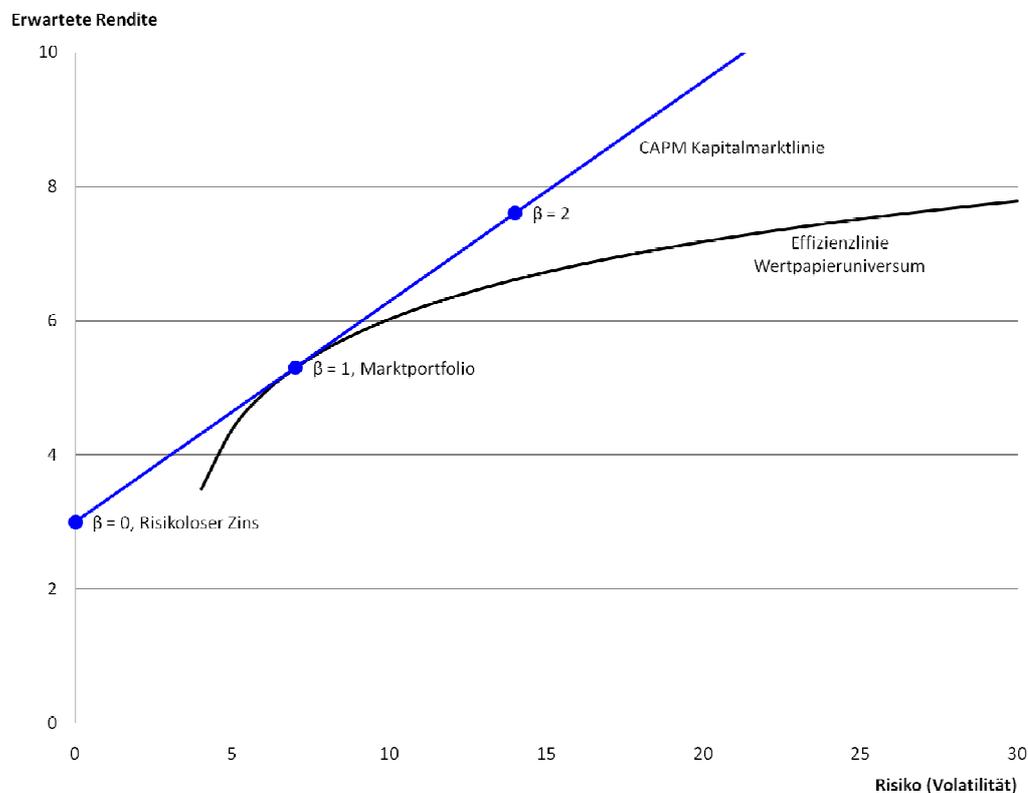
$$\alpha_i = r_i - \hat{r}_i = r_i - (r_f + \beta_i(r_m - r_f))$$

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 Models genau null ergeben muss. Vor diesem Hintergrund hat eine Abweichung von der Allokation des  $\mu$ - $\sigma$ -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 zehn und zwanzig 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 zwölf 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

zuordnen lassen, seit mindestens zehn Jahren am Markt vertreten sind und Ende Januar 2011 ein Mindestvolumen von 7,5 Mio. EUR aufweisen. Alle benötigten Stamm- und Performancedaten zu den untersuchten Investmentfonds wurden dabei der Datenbank des Fondsspezialisten Morningstar entnommen.

Grundsätzlich liegen zunächst 2378 Investmentfonds vor, welche die geforderten Kriterien bezüglich des Mindestvolumens, des Auflagedatums sowie des regionalen Schwerpunkts erfüllen und für die weiterhin für jedes der letzten zehn Kalenderjahre eine Performanceberechnung vorhanden ist. Die Zuordnung zu den zwölf betrachteten Anlageklassen wird auf Basis der folgenden Regeln vorgenommen:

*Aktienfonds Deutschland*: In dieser Kategorie werden lediglich Produkte verarbeitet die von Morningstar als *Aktien(fonds) Deutschland* 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 Kurzläufer* oder *Langläufer*, *Anleihen EUR diversifiziert* oder *flexibel*, *Staatsanleihen EUR*, *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 zwanzigjährige 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 1990 bis Dezember 2010 – 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 wird der breit investierte JP Morgen Global Aggregate Bond Index verwendet, der weltweit investiert ist und verschiedene Anleihtypen des Investment Grades enthält. Rentenfonds, die hauptsächlich auf Unternehmensanleihen oder Hochzinsanleihen ausgerichtet sind, werden nicht mit einbezogen, weil sie von der Benchmark nicht repräsentiert werden.

Geldmarkt: In dieser Kategorie werden die Morningstar Produktklassen *Geldmarkt EUR stabil* und *Geldmarkt EUR dynamisch* zusammengefasst. Als Benchmark wird der DB EONIA Total Return Index verwendet. Eine Betrachtung des zwanzigjährigen Untersuchungszeitraums wird für diese Produktklasse nicht vorgenommen. Der Grund für das Fehlen der zwanzigjährigen 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 20 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 verarbeitet. 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.

Neben der Bereinigung des Datensatzes um nicht geeignete Produktklassen wurde weiterhin ein quantitativer Filter eingesetzt, der eine Korrelation zwischen den letzten zehn Jahresrenditen des Fonds mit den korrespondierenden Renditen der Benchmark von mindestens 0,7 voraussetzt. 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.<sup>1</sup> 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 zwanzig Jahren untersucht, und dabei ein

---

<sup>1</sup> 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.

Bestimmtheitsmaß von 83,3% ermittelt.<sup>2</sup> 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. Die geringsten Korrelationswerte, die innerhalb dieser Kategorie auftreten, liegen knapp oberhalb von 0,6.

Die geforderte Korrelation von 0,7 entspricht einem minimalen Bestimmtheitsmaß von rund 50% und 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.

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 eine Bewertung einer Fondsgesellschaft auf Basis eines einzelnen Fonds ist deshalb nicht aussagekräftig. Nach der Aufbereitung und Filterung des Datensatzes verbleiben 2095 Produkte von 134 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 zehn Jahresrenditen der Kalenderjahre 2001 bis 2010 und darüber hinaus noch für den zwanzigjährigen Zeitraum vom 31.12.1990 bis zum 31.12.2010, 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.

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

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

<sup>2</sup> 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 zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds Deutschland: Enthält die Bewertungen der Deutschland Aktienfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds Europa: Enthält die Bewertungen der europäischen Aktienfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Aktienfonds USA: Enthält die Bewertungen der US Aktienfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für globale Aktienfonds: Enthält die Bewertungen der globalen Aktienfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Emerging Markets Aktienfonds: Enthält die Bewertungen der Schwellenländer Aktienfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der Euro-Rentenfonds und globalen Rentenfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für Euro-Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der Euro-Rentenfonds für zehn und zwanzig Jahre.

Beste KAG für globale Rentenfonds: Enthält die Bewertungen der globalen Rentenfonds für zehn und zwanzig Jahre.

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

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

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

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

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

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

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

Im Zuge der Auswertung wurde jeweils der Durchschnitt über alle relevanten Bewertungen einer KAG gebildet, wobei Bewertungen, die für einen Zeitraum von zwanzig Jahren ermittelt wurden, doppelt so hoch gewichtet wurden wie die zehnjährigen Bewertungen.

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 zehnjährigen 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 zwanzigjährigen Rangfolge wurde die Modifikation in doppelter Höhe angerechnet, so dass der über zwanzig Jahre hinweg erfolgreichste Fonds einer Produktklasse zehn weitere Punkte einbringt, während das innerhalb von zwanzig 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 zwanzigjähriger Historie relativ gering, so dass die Vergabe von Zu- und Abschlägen für die vorderen und hinteren Plätze für den zwanzigjährigen Betrachtungszeitraum in diesen Bewertungskategorien nicht sinnvoll ist.

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.

Vor diesem Hintergrund 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
Carmignac Gestion	1	36,00
Threadneedle	2	35,13
DWS Investment	3	31,93

**Tabelle 1:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Aktienfonds

Innerhalb der Auswertung über alle Aktienfonds erzielt die Carmignac Gestion Investmentgesellschaft das beste Ergebnis, wobei der Erfolg der Carmignac eindeutig auf das hervorragende Ergebnis des Carmignac Investissement Fonds zurückzuführen ist. Dieser erzielt sowohl in der zehnjährigen als auch der doppelt gewichteten zwanzigjährigen Auswertung die Bestnote – innerhalb der zwanzigjährigen Auswertung darüberhinaus als einziges Produkt. Abgesehen vom Investissement Fonds ist die Carmignac noch mit zwei weiteren Fonds in den Kategorie Aktienfonds Europa und Aktienfonds Emerging Markets vertreten, die gute bis befriedigende Ergebnisse erzielen, wegen dem Fehlen der zwanzigjährigen Historie im Vergleich zum Investissement aber nicht so viel Gewicht besitzen. Weiterhin nimmt der Carmignac Investissement für den ausschlaggebenden zwanzigjährigen Zeitraum innerhalb der Kategorie Aktien Global den ersten Platz ein, bei der zehnjährigen Auswertung immerhin den zweiten Platz. Neben einer hervorragenden Durchschnittsnote in dieser Kategorie

von 1,6 (entspricht 22 Punkten) vereinnahmt die Carmignac Gestion weitere 14 Punkte für die beiden Spitzenplatzierungen ihres Fonds.

Sowohl Threadneedle als auch die DWS sind mit einer größeren Anzahl an Produkten innerhalb der untersuchten Fondsauswahl vertreten und erreichen dementsprechend moderatere Durchschnittsbewertungen in der Größenordnung von 3,5. Bei beiden Kapitalanlagegesellschaften ist der Erfolg dementsprechend auf die hervorragenden Platzierungen einzelner Fonds und die damit verbundenen Zusatzpunkte sowie das weitgehende Fehlen schlechter Bewertungen zurückzuführen. So belegen jeweils zwei Produkte der Threadneedle in der zwanzigjährigen Auswertung europäischer und amerikanischer Aktienfonds vordere Plätze, während die DWS bei der zwanzigjährigen Auswertung deutscher und globaler Aktienfonds drei Produkte auf den Plätzen eins, vier und fünf platzieren kann.

#### Aktienfonds Deutschland:

Aktienfonds Deutschland	Rang	Wertung
DWS Investment	1	32,56
Swiss & Global Asset Management AG	2	25,00
Baring Fund Managers Ltd	3	23,00

**Tabelle 2:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Deutschland Aktienfonds

Drei von fünf Deutschland Aktienfonds der DWS Investment Gesellschaft belegen innerhalb von zehn und zwanzig Jahren einen der vorderen Plätze, einschließlich des mit zehn Punkten vergüteten ersten Platzes über einen Zeitraum von zwanzig Jahren. Die Swiss & Global Asset Management erzielt mit zwei Produkten eine gute durchschnittliche Bewertung von 2,0 und belegt mit ihren zwei Produkten über einen Zeitraum von zehn Jahren die Plätze zwei und fünf.

Der Baring German Growth Fund belegt innerhalb des zwanzigjährigen Betrachtungszeitraums den zweiten Rang, womit sich die Baring Fund Managers Ltd in der Kategorie Aktienfonds Deutschland hinter der Swiss & Global Asset Management AG auf dem dritten Platz einreicht.

#### Aktienfonds Europa:

Aktienfonds Europa	Rang	Wertung
Threadneedle	1	30,72
Belgrave Capital Management Ltd	2	30,00
Fidelity	3	25,00

**Tabelle 3:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Europa Aktienfonds

Der Sieg der Threadneedle Group in der Kategorie Aktien Europa geht hauptsächlich aus den beiden Bestplatzierungen hervor, die der Threadneedle bei

der Gesamtauswertung aller Aktienfonds bereits das Erreichen des zweiten Platzes ermöglicht hat.

Die Belgrave Capital Management Ltd ist nur mit einem einzelnen Europa Aktienfonds in der Fondsauswahl vertreten, welcher jedoch über den zehnjährigen Betrachtungszeitraum die Bestnote erzielt und dort auch den ersten Platz belegt.

Fidelity erzielt mit dem European Growth Fund innerhalb von zwanzig Jahren den ersten Platz, ist allerdings noch mit vier weiteren Europa Aktienfonds in der Grundgesamtheit vertreten, die lediglich durchschnittliche Ergebnisse erzielen. Insgesamt reicht es durch die zehn vereinnahmten Zusatzpunkte jedoch für den dritten Rang in der Kategorie Aktienfonds Europa.

#### Aktienfonds USA:

Aktienfonds USA	Rang	Wertung
Janus Capital Funds Plc	1	27,31
Edmond de Rothschild Asset Management	2	23,00
Union Bancaire Privée (Luxembourg) S.A.	3	22,00

**Tabelle 4:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für US Aktienfonds

Innerhalb des zehnjährigen Auswertungszeitraums der US Aktienfonds werden die Plätze eins, zwei und fünf von Produkten der Janus Capital PLC belegt. Die Edmond de Rothschild Asset Management Gesellschaft ist lediglich mit einem US Aktienfonds in der Auswahl vertreten, so dass 20 von 25 möglichen Punkten für eine gute durchschnittliche Bewertung von 2,0 vergeben werden, während drei weitere Punkte für das Belegen des dritten Platzes innerhalb der zehnjährigen Auswertung vereinnahmt werden können.

Den dritten Platz belegt die Union Bancaire Privée (UBAM), die ebenfalls nur mit einem US Aktienfonds in der Fondsauswahl vertreten ist, welcher sich hinter dem Fonds der Edmond de Rothschild Asset Management Gesellschaft auf dem vierten Platz der zehnjährigen Wertung einreicht. Innerhalb der zwanzigjährigen Wertung erzielen JP Morgan und Threadneedle gute Ergebnisse, müssen aber für die Belegung der letzten Ränge innerhalb der zehnjährigen Wertung Abzüge hinnehmen, so dass das Ergebnis bei diesen beiden KAGs insgesamt etwas niedriger ausfällt als bei den drei bestplatzierten Fondsgesellschaften.

#### Aktienfonds International:

Aktienfonds Global	Rang	Wertung
Carmignac Gestion	1	39,00
Axxion S. A.	2	28,00
StarCapital S.A.	3	22,00

**Tabelle 5:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für internationale Aktienfonds

Im Vergleich zur Gesamtauswertung aller Aktienfonds erzielt die Carmignac Gestion bei der Betrachtung der internationalen Aktienfonds noch eine geringfügig höhere Punktzahl, da in der Kategorie Aktien Welt nur noch der Investissement in die Bewertung eingeht und sich die durchschnittliche Bewertung somit auf 1,0 verbessert.

Die Axxion S. A. ist über einen Zeitraum von zehn Jahren mit zwei globalen Aktienfonds in der Fondsauswahl vertreten, die beide die Bestnote erzielen. Drei weitere Punkte können für die Belegung des dritten Platzes durch den Albrecht & Cie Optiselect Fonds in der zehnjährigen Rangfolge verbucht werden. Dahinter reiht sich die StarCapital S. A. auf dem dritten Platz ein, die mit zwei Produkten eine durchschnittliche Bewertung von 2,0 erzielt und mit dem Starpoint Fonds in der zehnjährigen Ergebnisrangfolge den vierten Platz belegt.

Innerhalb der zwanzigjährigen Auswertung belegen neben der Carmignac Gestion noch Franklin Templeton Investments und die Investec Gesellschaft vordere Plätze, wobei die beiden letzteren über die Gesamtheit ihrer global anlegenden Aktienfonds eher durchschnittliche Ergebnisse erzielen und sich deshalb knapp hinter den drei bestplatzierten Kapitalanlagegesellschaften einreihen müssen.

Aktienfonds Emerging Markets:

Aktienfonds Emerging Markets	Rang	Wertung
First State Investment Mgmt (UK) Ltd	1	24,00
Vontobel Management S.A.	2	23,00
Global Advantage Funds SICAV	3	22,00

**Tabelle 6:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Aktienfonds Emerging Markets

Innerhalb der Kategorie Emerging Markets erzielt die First State Investment Management Ltd mit einer durchschnittlichen Bewertung von 2,0 und dem Erreichen des zweiten Platzes in der zehnjährigen Rangfolge das beste Ergebnis. Die gleiche Durchschnittsbewertung erreichen auch Vontobel und die Global Advantage SICAV, reihen sich mit ihren Emerging Markets Fonds in der Ergebnisrangfolge jedoch hinter dem Produkt der First State Investment Gesellschaft ein.

Das beste Ergebnis innerhalb der zehnjährigen Auswertung wird vom Magellan Fonds erreicht, wobei dieser beim Übergang auf 20 Jahre nur noch durchschnittlich abschneidet, so dass die Comgest KAG mit 20 Punkten knapp hinter den drei bestplatzierten KAGs liegt.

### 3.2 Ergebnisse Rentenfonds

Rentenfonds	Rang	Wertung
Raiffeisen	1	34,16
Volksbank Invest	2	26,17
LBBW Asset Management Investment GmbH	3	22,86

**Tabelle 7:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Rentenfonds

Bei der Betrachtung aller euronotierten und internationalen Rentenfonds erzielt die Raiffeisen Kapitalanlagegesellschaft mit einigem Abstand das beste Ergebnis. Mit insgesamt vier Rentenfonds ist die Investmentgesellschaft jeweils auf einem der fünf vorderen Plätze vertreten, wobei vor allem die Bestplatzierung des Raiffeisen Global-Rent A über den zwanzigjährigen Auswertungszeitraum in der Kategorie Renten international mit zehn zusätzlichen Punkten zu Buche schlägt.

Die Volksbank Invest ist lediglich mit zwei (Euro) Rentenfonds in der Produktauswahl vertreten, welche in der zwanzigjährigen Wertung die Plätze zwei und fünf sowie in der zehnjährigen Wertung den vierten Platz belegen.

An dritter Stelle folgt die LBBW Asset Management Investment GmbH, die in der zwanzigjährigen Rangfolge der euronotierten Rentenfonds den ersten Platz belegt.

#### Rentenfonds Euro:

Rentenfonds Euro	Rang	Wertung
Volksbank Invest	1	26,17
LBBW Asset Management Investment GmbH	2	22,86
Raiffeisen	3	19,31

**Tabelle 8:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Rentenfonds

Die sehr guten Ergebnisse, welche die Volksbank Invest mit ihren beiden Euro-Rentenfonds erzielt, waren bereits für das Erreichen des zweiten Platzes in der Wertung aller Rentenfonds hinreichend. Da die Raiffeisen Gesellschaft im Vergleich mit den anderen KAGs mit ihren internationalen Rentenfonds noch deutlich besser abschneidet als mit ihren Euro-Rentenfonds, kann die Volksbank Invest in der Kategorie der Euro Rentenfonds nun den ersten Platz belegen, während die Raiffeisen KAG immerhin den dritten Platz erreicht.

Auf dem zweiten Platz rangiert die LBBW Asset Management Investment Gesellschaft, die in der zwanzigjährigen Auswertung euronotierter Rentenfonds den mit zehn Punkten vergüteten ersten Platz erzielt.

### Rentenfonds Global:

Rentenfonds Global	Rang	Wertung
Raiffeisen	1	29,00
Landesbank Berlin Investment GmbH	2	23,00
Allianz Global Investors	3	18,22

**Tabelle 9:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für globale Rentenfonds

Wie bereits erwähnt kann die Raiffeisen KAG in der zwanzigjährigen Wertung internationaler Rentenfonds den ersten Rang sowie den zweiten Rang in der zehnjährigen Wertung belegen und sichert sich damit den ersten Platz in der Auswertungskategorie „Rentenfonds global“.

Die Landesbank Berlin Investment GmbH belegt mit ihrem Multirent-INVEST Fonds den zweiten Rang in der zwanzigjährigen Wertung und reiht sich damit hinter der Raiffeisen KAG ein. Es folgt die Allianz Global Investors auf dem dritten Platz, die sich in der zwanzigjährigen Wertung mit dem Allianz PIMCO Bondspezial A EUR hinter den beiden Spitzenreitern von Raiffeisen und Landesbank Berlin einordnet.

### 3.3 Ergebnisse Geldmarktfonds Euro

Geldmarktfonds Euro	Rang	Wertung
Natixis	1	16,50
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.a.r.l.	2	16,00
DWS Investment	3	14,83

**Tabelle 10:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Geldmarktfonds

Die Produktklasse der Euro-Geldmarktfonds wird wie bereits erwähnt lediglich für einen Zeitraum von zehn Jahren ausgewertet. Innerhalb von zehn Jahren erzielt die Natixis Investmentgesellschaft mit ihren beiden Geldmarktfonds insgesamt das beste Ergebnis, wobei ihre beiden Produkte auf den Plätzen drei und fünf der zehnjährigen Ergebnisrangfolge liegen.

Auf Produktebene erzielt der JP Morgan Euro Liquidity X (acc.) das höchste normierte Alpha, allerdings ist JP Morgan noch mit zwei weiteren Geldmarktfonds in der Fondsauswahl vertreten, die lediglich durchschnittliche Ergebnisse erzielen, so dass die KAG insgesamt den zweiten Platz belegen kann.

Auch die DWS ist neben dem erfolgreichen DWS Institutional Money Plus, der den zweiten Platz in der zehnjährigen Wertung einnehmen kann, noch mit fünf weiteren eher durchschnittlich abschneidenden Geldmarktfonds in der Wertung repräsentiert und muss sich hinter der Natixis und der JP Morgan Asset Management auf dem dritten Platz einreihen.

### 3.4 Ergebnisse Mischfonds Euro

Mischfonds EUR	Rang	Wertung
Carmignac Gestion	1	28,25
DWS Investment	2	23,05
Allianz Invest KAG	3	19,00

**Tabelle 11:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Euro-Mischfonds

Die Carmignac geht mit insgesamt zwei Mischfonds in die Wertung ein, wobei es sich beim Carmignac Patrimoine um einen ausgewogenen und beim Carmignac Profil Réactif 75 um einen aggressiven Mischfonds handelt. Beide Produkte erzielen gute bis sehr gute Bewertungen – die Durchschnittsnote der Carmignac in der Kategorie Mischfonds beträgt 1,75. Der Profil Réactif belegt darüber hinaus den vierten Platz in der zehnjährigen Rangfolge der aggressiven Mischfonds, während der Patrimoine über zehn Jahre den ersten Platz in der ausgewogenen Mischfondskategorie belegt.<sup>3</sup>

Die DWS besitzt insgesamt 17 Mischfonds, die bezüglich der oben eingeführten Kriterien innerhalb der vorliegenden untersucht werden können. Dabei belegt die DWS sechs mal einen der vorderen fünf Ränge einer Mischfondskategorie, während sich zwei Produkte auf den hinteren Rängen einreihen müssen. Insgesamt reicht es für einen beeindruckenden Saldo von zwölf zusätzlichen Punkten, was der DWS das Erreichen des zweiten Platzes in der Auswertung aller Mischfonds ermöglicht.

Den dritten Platz kann die Allianz Invest KAG für sich verbuchen, die mit ihrem siemens/portfolio.three Fonds hinter dem Patrimoine den zweiten Platz in der Rangfolge der ausgewogenen Mischfonds erzielt.

#### Mischfonds EUR defensiv:

Mischfonds EUR defensiv	Rang	Wertung
Allianz Global Investors	1	18,33
DWS Investment	2	17,00
Universal-Investment	3	14,00

**Tabelle 12:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR defensiv

Insgesamt geht die Allianz Global Investors mit vier defensiven Mischfonds in die Wertung ein, wobei vor allem der Allianz ExxonMobil-Mitarbeiter-Fonds positiv auffällt, der in der (zehnjährigen) Ergebnisrangfolge den Spitzenplatz belegt. Den

---

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

zweiten Platz in der defensiven Mischfonds Kategorie belegt die DWS, die mit zwei ihrer vier Produkte die Plätze zwei und drei hinter dem Spitzenfonds der Allianz Global Investors belegt.

Innerhalb der Produktwertung belegt die die Universal-Investment Gesellschaft die nachfolgenden Ränge vier und fünf, wobei das Ergebnis auf KAG-Ebene noch für die Belegung des dritten Platzes ausreicht.

Mischfonds EUR ausgewogen:

Mischfonds EUR ausgewogen	Rang	Wertung
Carmignac Gestion	1	26,67
Allianz Invest KAG	2	19,00
Union Investment	3	13,13

**Tabelle 13:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR ausgewogen

Da der Carmignac Patrimoine in der Produktbewertung ausgewogener Mischfonds das beste Ergebnis erzielt und die Carmignac mit keinem anderen ausgewogenen Mischfonds in der Fondsauswahl vertreten ist, kann die Carmignac Gestion mit einigem Abstand den ersten Platz in der Kategorie „Mischfonds EUR ausgewogen“ belegen.

Hinter der Carmignac Gestion reiht sich die Allianz Invest KAG auf dem zweiten Platz ein, die wegen des guten Abschneidens ihres siemens/portfolio.three Fonds in der Gesamtwertung aller Mischfonds bereits den dritten Platz erzielen konnte. Das dritt- und vierthöchste normierte Alpha wird von zwei Produkten der Union Investment KAG erzielt, die über ihre insgesamt sechs ausgewogenen Mischfonds hinweg jedoch eine relativ ungünstige Durchschnittsbewertung erzielt und deshalb lediglich den dritten Platz belegen kann.

Mischfonds EUR aggressiv:

Mischfonds EUR aggressiv	Rang	Wertung
Pioneer	1	23,33
Carmignac Gestion	2	22,00
DWS Investment	3	15,00

**Tabelle 14:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR aggressiv

Als erfolgreichster aggressiver EUR Mischfonds resultiert der Pioneer Evolution 1 A Fonds und ermöglicht der Pioneer Investments Gesellschaft bei einer durchschnittlichen Bewertung von 2,33 das Erreichen des ersten Platzes in der aggressiven Mischfondskategorie. Die Carmignac Gestion erzielt mit ihrem Profil Réactif 75 als einzigem Fonds in der vorliegenden Kategorie eine Bewertung von 2,0 sowie den vierten Platz in der Produktrangliste und qualifiziert sich damit für den zweiten Platz.

Die DWS ist mit insgesamt fünf aggressiven Mischfonds in der Stichprobe enthalten, von denen der Astra Fonds und der FI Alpha Global die Plätze drei und fünf der Produktrangfolge belegen, während der db PrivatMandat Invest Wachstum den viertletzten Rang belegt. Insgesamt reiht sich die DWS in der Kategorie Mischfonds EUR aggressiv mit deutlichem Abstand hinter Pioneer Investments und Carmignac Gestion ein.

Mischfonds EUR flexibel:

Mischfonds EUR flexibel	Rang	Wertung
Axxion S. A.	1	18,00
LBBW Asset Management Investment GmbH	2	17,50
DWS Investment	3	13,00

**Tabelle 15:** Beste Kapitalanlagegesellschaften für Mischfonds EUR flexibel

Die Ergebnisse in der Kategorie Mischfonds EUR flexibel fallen mit einer durchschnittlichen Bewertung von 4,41 relativ schlecht aus. Den ersten Platz belegt die Axxion S. A., die lediglich mit ihrem PEH Empire P Fonds als einzigem flexiblen Mischfonds in der Stichprobe enthalten ist. Das Produkt erzielt eine Bewertung von 3,0 und kann den dritten Platz der Ergebnisrangfolge belegen, so dass die Axxion S. A. KAG mit insgesamt 18 Punkten das beste Ergebnis erzielt.

Auf Produktebene erzielt der Multi Global Fonds der LBBW Asset Management Gesellschaft das beste Ergebnis, wobei die KAG noch einen weiteren flexiblen Mischfonds besitzt, der leicht unterdurchschnittlich abschneidet, so dass die LBBW Asset Management Gesellschaft insgesamt nur den zweiten Platz belegen kann.

Die DWS ist mit insgesamt fünf flexiblen Mischfonds in der Stichprobe vertreten, von denen der SFC Global Markets sowie der RAM Wachstum die Ränge zwei und fünf belegen, während das db PrivatMandat Invest Balance das viertschlechteste Ergebnis erzielt.

### 3.5 Ergebnis Gesamtwertung

Gesamt	Rang	Wertung
DWS Investment	1	45,98
Carmignac Gestion	2	41,50
Threadneedle	3	34,57

**Tabelle 16:** Beste Kapitalanlagegesellschaften Gesamtwertung

In der Gesamtwertung erzielt die DWS Investment Gesellschaft die höchste Punktzahl von fast 46 Punkten, wobei die durchschnittliche Bewertung auf Grund der hohen Anzahl von 57 Fonds mit einem Wert von 3,60 naturgemäß eher mittelmäßig ausfällt. Dem gegenüber kann die DWS durch die Platzierung von 11 Fonds unter den jeweils fünf erfolgreichsten Produkten einer Auswertungskategorie, denen lediglich drei Platzierungen unter den letzten fünf

Fonds einer Kategorie entgegenstehen, einen positiven Saldo von 34 Punkten für sich verbuchen. Dementsprechend ist die DWS mit insgesamt acht Top 3 Platzierungen so oft wie keine andere KAG unter den drei erfolgreichsten Investmentgesellschaften einer Bewertungskategorie vertreten.

Den zweiten Platz der Gesamtwertung belegt die Carmignac Gestion, die insgesamt nur mit sechs Produkten in der Fondsauswahl vertreten ist. Vor allem der Carmignac Investissement, aber auch die beiden Mischfonds Patrimoine und Profil Réactif 75 erzielen jeweils sehr gute Ergebnisse und ermöglichen der Carmignac eine hervorragende durchschnittliche Bewertung von 1,9 und einen Saldo von 21 Punkten für die Belegung von vier Spitzenplatzierungen auf Fondsebene.

Die Threadneedle Investment Gesellschaft geht mit 56 Produkten bzw. Fondstranchen in die Wertung ein und erzielt eine durchschnittliche Bewertung von 3,29. Den dritten Platz in der Gesamtwertung verdankt die Gesellschaft hauptsächlich dem Erfolg von vier Aktienfonds, die in der zwanzigjährigen Wertung von europäischen und amerikanischen Aktienfonds Top 5 Ränge belegen und der Threadneedle Investment KAG einen Saldo von 21 zusätzlichen Punkten ermöglichen.

### **3.6 Die größten Verluste der vergangenen drei Jahre**

Neben den Investmentfonds, die über zehn und zwanzig Jahre hinweg erfolgreich waren, wurden in jeder Kategorie weiterhin fünf Produkte ermittelt, die in den vergangenen drei Kalenderjahren die größten Verluste hinnehmen mussten. Die Zusammenstellung der größten aufgetretenen dreijährigen Verluste stellt jedoch nur eine zusätzliche Information dar und geht nicht in die Bewertung einer KAG ein.

Bei Betrachtung der Aktienfonds fällt zunächst auf, dass die maximalen Dreijahresverluste zwischen den einzelnen Kategorien sehr stark variieren. Die insgesamt höchsten Verluste mit Werten oberhalb von 50% fallen in der Kategorie Aktienfonds global an, wobei in dieser Kategorie drei der fünf größten Verluste auf eine einzelne kleinere KAG, die LRI Invest S. A., entfallen. Auch unter den Emerging Markets Aktienfonds treten Verluste oberhalb von 50% auf, allerdings nur beim Sarasin EmergingSar - New Frontiers A. Die anderen vier der fünf größten Verluste liegen unterhalb von 25%.

Deutlich dichter beieinander liegen die größten Verluste in der Kategorie Aktienfonds Europa – hier treten Werte zwischen 37% und 45% auf, wobei der Fidelity European Aggressive die Liste anführt. Unter den amerikanischen Aktienfonds musste der Legg Mason Capital Management Value innerhalb der vergangenen drei Kalenderjahre den mit knapp 31% höchsten Verlust hinnehmen, wobei die Verluste der vier folgenden Produkte zwischen 17% und 22% liegen.

Am niedrigsten fallen die maximal beobachteten Preisrückgänge bei den deutschen Aktienfonds aus, wobei der DWS Select-Invest mit knapp 25% den größten Wertverfall zu verzeichnen hat. Dies ist insofern bemerkenswert, als der Select-Invest über zwanzig Jahre hinweg ein exzellentes Ergebnis erzielt, auch

innerhalb von zehn Jahren noch recht gut abschneidet, und damit maßgeblich zum Erfolg der DWS Investment Gesellschaft innerhalb der Aktienfonds Kategorien beiträgt.<sup>4</sup>

KAG	Aktienfonds Deutschland	ISIN	Verlust 3 J.
DWS Investment	DWS Select-Invest	DE0008476565	-24,82%
KBC Asset Management	EMIF-Germany Index Plus 'A' Load D	LU0028514155	-23,57%
Deka	Frankfurter Sparinvest Deka	DE0008480732	-22,80%
INKA Internationale KAG mbH	HSBC Trinkaus Capital	DE0008489808	-21,17%
LBBW Asset Management Investment GmbH	FVB-Deutscher Aktienfonds	DE0009766865	-18,79%
KAG	Aktienfonds Europa	ISIN	Verlust 3 J.
Fidelity	FF - European Aggressive A Euro	LU0083291335	-44,36%
Dexia Asset Management	Dexia Eqs B Mediterranean C Inc	BE0165162687	-43,42%
Allianz Global Investors	Allianz RCM EuropaVision P	DE0009769679	-39,71%
IFOS Internationale Fonds Service AG	VP Bank Aktienfonds Europa B	LI0008127305	-37,37%
Deka	DekaLux-Europa TF (A)	LU0062625115	-37,13%
KAG	Aktienfonds USA	ISIN	Verlust 3 J.
Legg Mason	LM Capital Mgmt Value A Inc (A) \$	IE0002270589	-30,61%
Threadneedle	Threadneedle(Lux) American Select DU E	LU0112528269	-21,76%
Janus Capital Funds Plc	Janus US Twenty A EUR	IE0009531827	-18,94%
Union Bancaire Privée (Luxembourg) S.A.	UBAM Neuberger Berman US Eq Value A	LU0045841987	-18,60%
Warburg Invest	Warburg Amerak-Fonds	DE0008488867	-16,67%
KAG	Aktienfonds global	ISIN	Verlust 3 J.
LRI Invest S.A.	AHW Top Dividende International A	LU0108749473	-51,77%
LRI Invest S.A.	GIP InvestWorld Special	LU0119627692	-48,32%
Valartis Asset Management (A) KAG	Global Return A	AT0000855523	-41,68%
LRI Invest S.A.	GIP InvestWorld International	LU0119626454	-38,93%
GLG Partners UK Limited	GLG Performance Dis B	IE0005035989	-36,64%
KAG	Aktienfonds Emerging Markets	ISIN	Verlust 3 J.
Sarasin	Sarasin EmergingSar - New Frontiers A	LU0096560650	-50,12%
Finter Fund Management Company S.A.	Finter Fund Emerging Markets	LU0062338560	-24,25%
Pioneer	Pioneer Fds Emerg Mkts Eq C EUR ND	LU0119425048	-16,63%
BNP Paribas	BNPP L1 Equity World Emerging Inc	LU0081706904	-14,94%
Raiffeisen	Raiffeisen-Eurasien-Aktien T	AT0000745864	-12,54%

**Tabelle 17:** Die größten Dreijahresverluste unter den Aktienfonds

Unter den festverzinslichen Fondskategorien entfallen die größten aufgetretenen Verluste auf die Klasse der Euro Geldmarktfonds, was auf den ersten Blick erstaunlich ist, sich aber leicht durch die Beimischung von ABS Anteilen und die daraus resultierenden Verluste erklären lässt. Größere Verluste zwischen 12% und rund 23% treten beim Pioneer Opti Cash, beim Pioneer Geldmarkt Plus und beim SEB Geldmarkt Euro auf.

Etwas geringer fallen die maximal beobachteten Dreijahresverluste unter den Euro Rentenfonds aus, wobei die Liste hier vom JPM Europe Aggregate Plus und vom Oppenheim Bond Euro K mit Verlusten jeweils oberhalb von 10% angeführt wird. Auf globaler Ebene fallen lediglich beim Coutts UK Sovereign Bond Index S1 (-10,1%) und beim Threadneedle Sterling Bond Fund (-4,3%) nennenswerte

<sup>4</sup> An dieser Stelle könnte als interessante Randnotiz erwähnt werden, dass der Deutschland Aktienfonds mit der höchsten Dreijahresrendite, der DWS Deutschland, von der gleichen KAG verwaltet wird.

Verluste an, wobei diese zumindest teilweise der ungünstigen Wertentwicklung des britischen Pfunds gegenüber dem Euro zuzuschreiben sind.

KAG	Rentenfonds Euro	ISIN	Verlust 3 J.
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.a.r.l.	JPM Europe Aggregate Plus Bd D (acc)-EU	LU0117897222	-15,83%
Oppenheim	OP Bond Euro K	DE0008486226	-12,45%
Oppenheim	OP Bond Active	DE0008485541	-7,46%
Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH	Monega Wachstum	DE0005321095	-6,59%
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.a.r.l.	JPM Europe Bd A (acc)-EUR	LU0070216402	-5,38%
KAG	Rentenfonds Global	ISIN	Verlust 3 J.
Coutts Fund Managers Ltd	Coutts UK Sovereign Bond Index S1	IE0002294639	-10,06%
Threadneedle	Threadneedle Sterling Bd Retl Gross	GB0002777745	-4,33%
Invesco	Invesco Gilt A	IE0003703166	-0,82%
BNY Mellon	Newton Long Gilt Ex 2 Grs	GB00B01X1152	-0,70%
Lloyds TSB Bank Intl Private Bank	Lloyds TSB Sterling Bond	LU0029091625	-0,56%
KAG	Geldmarktfonds Euro	ISIN	Verlust 3 J.
Pioneer	Pioneer Inv Opti Cash A DA	DE0009753756	-23,15%
Pioneer	Pioneer Inv Euro Geldmarkt Plus	DE0009752477	-19,29%
SEB	SEB Geldmarkt Euro	DE0009769026	-11,87%
Raiffeisen	WALSER Euro Cash AT T	AT0000601067	-2,55%
Raiffeisen	Klassik Spar T	AT0000820006	-2,16%

**Tabelle 18:** Die größten Dreijahresverluste 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. Unter den flexiblen Mischfonds erleidet der FT FlexInvest Classic der Frankfurt Trust KAG den schwersten Verlust in Höhe von 33,9%. Die Liste der aggressiven Mischfonds wird im Hinblick auf die größten Dreijahresverluste ebenfalls von der Frankfurt Trust KAG angeführt, wobei der maximal aufgetretene Verlust mit 24,9% hier etwas niedriger liegt.

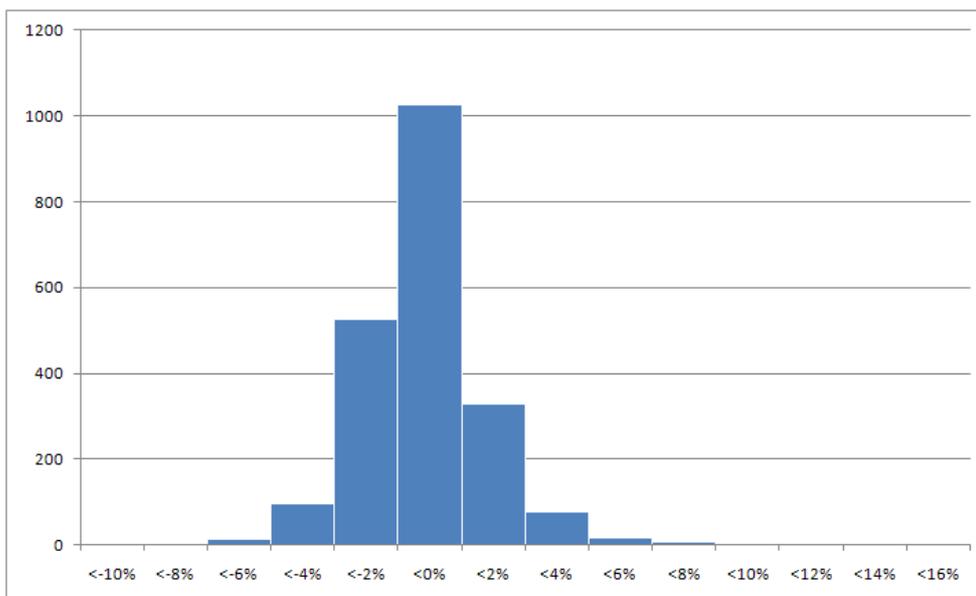
KAG	Mischfonds EUR defensiv	ISIN	Verlust 3 J.
DWS Investment	DWS PlusInvest (Einkommen)	DE0009769927	-16,81%
KBL European Private Bankers	KBL EPB Fund Flexible 25/75	LU0078301909	-6,78%
DWS Investment	db PrivatMandat Invest Ertrag Plus	LU0110174793	-6,45%
BNP Paribas	BNPP L1 Diversified World Stability Acc	LU0132151621	-5,45%
Banque de Luxembourg	Nordlux Pro 30	LU0100635076	-3,08%
KAG	Mischfonds EUR ausgewogen	ISIN	Verlust 3 J.
Oppenheim	PTAM Balanced Portfolio OP EUR	LU0084489227	-17,32%
DWS Investment	DWS Zürich Invest Global	DE0008490228	-16,71%
LBBW Asset Management Investment GmbH	W&W Europa-Fonds	DE0009780486	-12,38%
KBL European Private Bankers	KBL EPB Fund Flexible 50/50	LU0080276099	-12,27%
Deka	DekaStruktur: 2 Chance	LU0109012194	-11,32%
KAG	Mischfonds EUR aggressiv	ISIN	Verlust 3 J.
FRANKFURT-TRUST	FT FlexInvest Pro P	DE0008478132	-24,91%
SEB	SEB Generation Plus	DE0009769240	-21,39%
DWS Investment	DWS Vorsorge AS (Dynamik)	DE0009769885	-20,83%
UBS	UBS (D) Konzeptfonds Europe Plus	DE0005320329	-20,27%
BayernInvest Luxembourg S.A.	BayernInvest Balanced Stocks 60 Plus TL	LU0110698866	-19,76%
KAG	Mischfonds EUR flexibel	ISIN	Verlust 3 J.
FRANKFURT-TRUST	FT FlexInvest Classic	DE0009772954	-33,88%
AmpegaGerling Investment GmbH	Gerling Flex	DE0008485129	-21,56%
DWS Investment	DWS PlusInvest (Balance)	DE0009769935	-20,18%
Alceda Fund Management S.A.	Value Select Global Trend Select	LU0106485211	-16,74%
DWS Investment	db PrivatMandat Invest Balance	LU0110176657	-15,89%

**Tabelle 19:** Die größten Dreijahresverluste unter den Mischfonds

Innerhalb der ausgewogenen Mischfondskategorie treten die größten Verluste in Höhe von rund 17% bei Produkten der Oppenheim KAG und der DWS auf. Ebenfalls rund 17% verliert der DWS PlusInvest Einkommen, der der defensiven Mischfondskategorie zugeordnet ist und die Liste der größten Dreijahresverlierer in seiner Klasse mit einem Abstand von rund zehn Prozentpunkten anführt.

Über alle Produktklassen hinweg fällt auf, dass die DWS trotz ihrer Erfolge in den Aktien- und Mischfondsklassen über lange historische Zeiträume von zehn und zwanzig Jahren bei der Auswertung von nur drei Jahren relativ ungünstig abschneidet. Mit insgesamt sieben Fonds ist die DWS so häufig wie keine andere KAG unter den jeweils fünf größten Dreijahresverlierern vertreten. Darüber hinaus sind die langfristig ebenfalls recht erfolgreichen Investmentgesellschaften Raiffeisen und Threadneedle drei bzw. zwei mal unter den größten Wertvernichtern der vergangenen drei Jahre aufzufinden.

## 4 Zusammenfassung



**Abbildung 2:** Verteilung des zehnjährigen normierten Alphas innerhalb der Fondsauswahl

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 zehn Jahren immerhin 431 der betrachteten Investmentfonds, ein positives normiertes Alpha zu erzielen, was einem Anteil von 20,57% entspricht. Weiterhin geht aus den Daten hervor, dass mit einer Anzahl von 1026 Produkten etwa die Hälfte der betrachteten Fonds in Bezug auf ihr Alpha in dem schmalen Intervall von -2% bis 0% liegen und damit ungefähr die Marktperformance abzüglich ihrer Verwaltungskosten erzielen.

Die besten Ergebnisse erzielen die aktiven Investmentfonds in der Kategorie in Deutschland anlegender Aktienfonds. In diesem Segment gelingt es immerhin 43,4% der untersuchten Fonds, über einen Zeitraum von zehn Jahren hinweg ein positives Alpha gegenüber dem DAX zu erzielen, wobei diese recht hohe Quote erfolgreicher Aktienfonds bei der Betrachtung von zwanzig Jahren auf 15,4% zurückgeht. Über alle Aktienfonds hinweg gelingt es 27,5% der betrachteten Fondstranchen, im Vergleich zu ihrer Benchmark ein positives Alpha zu erwirtschaften, wobei sich diese ermittelte Quote beim Übergang auf 20 Jahre nicht verändert.

Deutlich ungünstiger als die betrachteten Aktienfonds schneiden erwartungsgemäß die Renten- und Geldmarktfonds ab. Nur 26 von 300 Euro-Rentenfonds können über die letzten zehn Jahre hinweg ein positives normiertes Alpha gegenüber dem iBoxx Euro Overall TR Index erzielen. Bei der Betrachtung von zwanzig Jahren steigt der Anteil erfolgreicher Euro-Rentenfonds dann auf 24,6% an, was mit hoher Wahrscheinlichkeit darauf zurückzuführen ist, dass für die ersten acht Jahre von 1991 bis 1998 ein Index für deutsche Bundesanleihen, der das risikoärmste Segment der Euro-Anleihen abbildet, als Benchmark eingesetzt werden musste.

Etwas bessere Ergebnisse als die Euro Rentenfonds erzielen die international investierenden Rentenfonds, von denen 23,4% ein positives Alpha erzielen. Dieses Ergebnis kann teilweise dadurch erklärt werden, dass das heterogenere Anleihenuniversum, welches durch den JP Global Aggregate Bond Index abgebildet wird, Fondsmanagern etwas mehr Flexibilität und somit bessere Chancen auf eine Überrendite nach Kosten ermöglicht. Falls die Betrachtung der globalen Rentenfonds auf zwanzig Jahre ausgeweitet wird, reduziert sich der Anteil der Fonds, die im Vergleich zum JP GABI Index ein positives Alpha erzielen, auf 17,6%.

Im Vergleich zu den Rentenfonds erzielen die untersuchten Geldmarktfonds in Relation zum EONIA TR Index der Deutschen Bank noch einmal deutlich ungünstigere Ergebnisse, d. h. der Anteil erfolgreicher Produkte beträgt in dieser Auswertungskategorie lediglich 5,13%.

Ebenfalls relativ ungünstige Ergebnisse erzielen alle Arten von Mischfonds – insgesamt gelingt es innerhalb von zehn Jahren lediglich 6,7% der untersuchten Produkte, gegenüber ihrer Benchmark ein positives Alpha zu generieren. Bei den defensiven und ausgewogenen Mischfonds liegt der Anteil der erfolgreichen Produkte sogar unter 5%, während unter den aggressiven und flexiblen Mischfonds immerhin mindestens 10% der betrachteten Fonds in ihrer Datenhistorie einen Managementmehrwert aufweisen.

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 zehn und zwanzig Jahre 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 zwei Jahrzehnte keinen Erfolg verbuchen konnten, wegen Mittelabflüssen geschlossen wurden und deshalb nicht in der Untersuchung enthalten sind.

## 5 Über das Institut für Vermögensaufbau

Das Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG ist eine bankenunabhängige Gesellschaft zur Förderung des Vermögensaufbaus von Privatanlegern mit Hilfe finanzwissenschaftlicher Methoden. Im Zuge dessen führt das Institut empirische Studien zu aktuellen Anlagethemen aus Sicht einer ganzheitlichen Vermögensverwaltung durch. Darüber hinaus bietet das Institut portfolioanalytische Dienstleistungen an, deren Ergebnisse Privatanlegern beim Auffinden qualitativ hochwertiger Lösungen für den langfristigen Vermögensaufbau helfen.

Das Institut verfolgt damit gegenüber Privatanlegern eine Verbraucherschützende Funktion, was sich auch im Beirat des Instituts widerspiegelt, in dem sich unter anderem Herr Carsten Heise (Geschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.), Herr Rainer Neumann (ehem. Vorstandsvorsitzender der Schufa Holding AG), Herr Dr. André Horovitz (Geschäftsführer der financial risk fitness GmbH) und Herr Prof. Dr. Thorsten Hens (Direktor des Swiss Banking Institute der Universität Zürich) engagieren. Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Dr. Christian Waigel, Rechtsanwalt mit Tätigkeitsschwerpunkt in den Bereichen Bankaufsichtsrecht, Finanzvertriebsrecht und Wirtschaftsverwaltungsrecht.

Der Sitz des Instituts ist in München.

Weitere Informationen können der Internetseite [www.institut-va.de](http://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 28000 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 mittlerweile 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 großen Schwerpunkt ihrer Arbeit sieht die Schutzvereinigung in der Vertretung von Stimmrechten für ihre Mitglieder. Insgesamt besucht die DSW jährlich mehr als 850 Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften. Hier überwachen die DSW-Fachleute als kritische Aktionärsschützer 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.

In mehr als 45 Spruchstellenverfahren hat die Aktionärsvereinigung für ihre Mitglieder Ausgleichszahlungen von über 30 Millionen Euro erkämpft. Neben solchen Einzelfällen als direkte Unterstützung für geschädigte Anleger erstreitet die DSW auch immer wieder höchstrichterliche Entscheidungen von übergeordneter Bedeutung vor dem Bundesgerichtshof (BGH).

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 Aktionärsvereinigung 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 in der vorliegenden Studie gemachten Angaben wurden auf Basis von Daten erstellt, die aus Quellen stammen, die als zuverlässig erachtet werden. Trotzdem kann für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit keine Gewähr übernommen werden. Bezugnahmen auf externe Quellen wurden grundsätzlich als solche gekennzeichnet.

Die in der vorliegenden Studie getroffenen Aussagen wurden von den Verfassern mit der gebotenen Sorgfalt formuliert. Das Institut für Vermögensaufbau kann allerdings keine Gewähr für die inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Aussagen übernehmen.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der ihm assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen vom Institut veröffentlichten Dokumenten vertreten werden.

Die vorliegende Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt in keinem Fall eine Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Anlageinstrumenten dar. Das Institut für Vermögensaufbau und die mit ihm kooperierenden Autoren und Gesellschaften haften unter keinen Umständen für irgendwelche Verluste sowie direkte oder indirekte Schäden oder Folgeschäden, die aufgrund der Verwendung der Studie entstehen.

Herausgegeben von der Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG, © München 2011.  
Alle Rechte vorbehalten.

## Anhang: Rangliste der Kapitalanlagegesellschaften

KAG	Wertung
DWS Investment	45,98
Carmignac Gestion	41,50
Threadneedle	34,57
Raiffeisen	30,92
Axxion S. A.	27,67
Janus Capital Funds Plc	27,31
LBBW Asset Management Investment GmbH	25,11
Franklin Templeton Investment Funds	24,67
First State Investment Mgmt (UK) Ltd	24,00
Belgrave Capital Management Ltd	22,50
JPMorgan Asset Mgmt (Europe) S.a.r.l.	22,27
Global Advantage Funds SICAV	22,00
StarCapital S.A.	22,00
Edmond de Rothschild Asset Management	21,33
Volksbank Invest	20,82
BNY Mellon	20,33
Fidelity	19,79
Comgest	17,86
Baring Fund Managers Ltd	17,58
Landesbank Berlin Investment GmbH	17,47
Invesco	17,38
GLG Partners UK Limited	17,22
Carl Spängler KAG	16,88
Waverton Investment Funds PLC	16,88
Blackrock	15,89
First Private Investment Management KAG	15,00
Carnegie Fund Management Company S.A.	15,00
Allianz Invest KAG	14,83
Union Bancaire Privée (Luxembourg) S.A.	14,50
LGT Capital Management AG	14,43
Gartmore SICAV	14,38
Lazard Fund Managers (Ireland) Ltd	13,75
HANSAINVEST	13,75
Investec	13,32
Vontobel Management S.A.	13,00
Danske Invest S.A	12,86
Institutional Trust Mgmt Co S.a r.l.	12,50
Alger SICAV	12,50
Standard Life Investments	12,50
Davis Funds SICAV	12,50
Natixis	12,18
Wellington Management Company LLP	11,67

KAG	Wertung
CPB Kapitalanlage GmbH	11,67
Allianz Global Investors	11,60
GAM Fund Management Limited	11,43
State Street Global Advisors France	11,36
Capital International	11,28
C-Quadrat Kapitalanlage AG	11,00
M&G Group	10,94
Jyske Invest International	10,91
Schoellerbank Invest AG	10,91
Principal Global Investors (Ireland) Lt	10,63
MFS Meridian Funds	10,56
Swisscanto	10,29
Union Investment	10,21
3 Banken-Generali Invest	10,00
MEAG Munich Ergo KAG	10,00
GS&P Kapitalanlagegesellschaft S.A.	10,00
Russell Investments	10,00
Robeco Luxembourg S.A.	10,00
PineBridge Investments Ireland Ltd	10,00
Goldman Sachs Asset Mngmt Intl	10,00
Hauck & Aufhäuser Inv Gesellschaft S.A.	10,00
Thames River Capital LLP	10,00
Vanguard Group (Ireland) Limited	10,00
Generali Investments	10,00
Aberdeen Asset Managers Limited(Lux)	10,00
Banque de Luxembourg	10,00
MIGROSBANK	10,00
Delta Lloyd Asset Management N.V.	10,00
Coutts Fund Managers Ltd	10,00
International Fund Management S.A.	10,00
Legg Mason	9,55
Swiss & Global Asset Management AG	9,49
Schroder Investment Mgmt Luxembourg SA	9,36
Federated International Management Ltd	9,17
Gutmann KAG	9,17
Pictet Funds (Europe) S.A.	9,00
UBS	8,93
Amundi	8,60
KAS Investment Servicing GmbH	8,33
Barclays Bank PLC	8,33
ERSTE-SPARINVEST KAG	8,23
Oyster Asset Management S.A.	8,00
WestLB Mellon Asset Mgmt (Lux) S.A.	8,00
ALTE LEIPZIGER Trust Investment-GmbH	8,00
Kepler Fonds KAG	7,86
CMI Asset Management (Luxembourg) S.A.	7,69

KAG	Wertung
IPConcept Fund Management S.A.	7,63
Credit Suisse	7,50
Lombard Odier	7,50
Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH	7,50
Skandia Fund Management (Ireland) Ltd	7,50
Nordea	7,44
Schelhammer & Schattera KAG	7,00
Mediolanum International Funds Limited	6,67
Monega Kapitalanlagegesellschaft mbH	6,67
AmpegaGerling Investment GmbH	6,43
Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat	6,31
Universal-Investment	6,17
iShares	6,11
Finter Fund Management Company S.A.	5,67
Bank Degroof S.A.	5,50
F&C Management Limited	5,00
IFOS Internationale Fonds Service AG	5,00
BAWAG P.S.K. Invest GmbH	5,00
Swiss Life Funds AG	5,00
GAMAX Management AG	4,00
Sarasin	3,33
AllianceBernstein (Luxembourg) S.A.	3,25
Valartis Asset Management (A) KAG	2,50
Metzler	2,25
Lloyds TSB Bank Intl Private Bank	1,78
Aviva Investors Luxembourg SA	1,43
Veritas Investment Trust GmbH	1,43
Banque SCS Alliance S.A.	1,00
FRANKFURT-TRUST	0,83
Deka	0,68
Carlson Fund Management Company S.A.	0,43
INKA Internationale KAG mbH	0,33
KBL European Private Bankers	0,00
Morgan Stanley Investment Funds	-0,31
ING Investment Management Luxembourg S.	-0,60
Pioneer	-2,37
SEB	-2,89
BayernInvest Luxembourg S.A.	-3,00
HSBC	-3,59
LRI Invest S.A.	-5,75
KBC Asset Management	-6,17
BNP Paribas	-7,50
AXA (Rosenberg)	-8,22
Oppenheim	-9,13
Dexia Asset Management	-11,50
Warburg Invest	-21,31