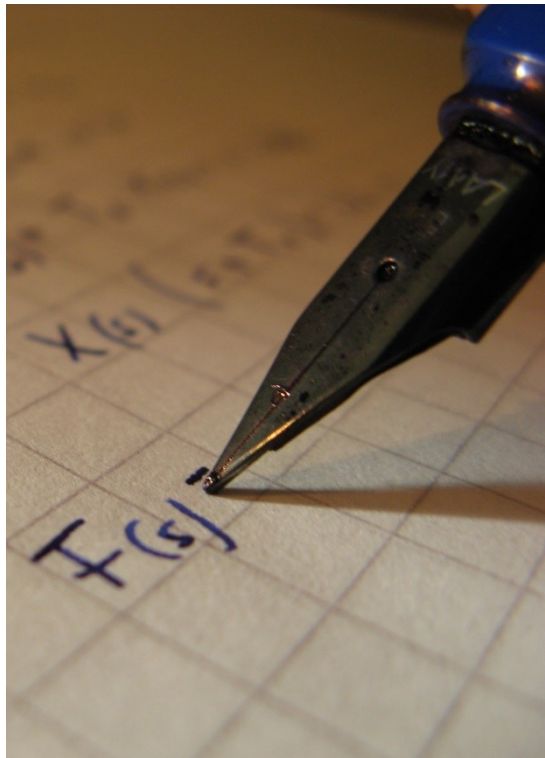


## Fondsstudie 2017 – Aktien Global



### Working Paper

**Autoren:**

Philipp Ebner, CPM

Dr. Josef Obergantschnig, MBA, CIAA

René Hochsam, CPM

Graz, 25. April 2017

## Inhalt

1.	Ziele der Arbeit.....	4
2.	Vorgehensweise .....	4
3.	Betrachtungszeitraum 1 Jahr .....	5
4.	Betrachtungszeitraum 3 Jahre .....	8
5.	Betrachtungszeitraum 5 Jahre .....	11
6.	Betrachtungszeitraum 10 Jahre .....	13
7.	Betrachtungszeitraum seit 1992.....	16
8.	Analyseergebnisse nach Zeiträumen .....	19
9.	Analyse europäisch domizilierter Aktienfonds .....	20
10.	Ergebnisse nach Behalteperioden.....	21
11.	Survivorship Bias .....	23
12.	Conclusio .....	24

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Performance Peergroup 1 Jahr p.a. ....	5
Abbildung 2: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 1 Jahr .....	6
Abbildung 3: Verteilung Performance Peergroup 1 Jahr p.a. ....	7
Abbildung 4: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 1 Jahr.....	8
Abbildung 5: Performance Peergroup 3 Jahre p.a. ....	9
Abbildung 6: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 3 Jahre .....	9
Abbildung 7: Verteilung Performance Peergroup 3 Jahre p.a. ....	10
Abbildung 8: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 3 Jahre.....	10
Abbildung 9: Performance Peergroup 5 Jahre p.a. ....	11
Abbildung 10: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 5 Jahre .....	12
Abbildung 11: Verteilung Performance Peergroup 5 Jahre p.a. ....	12
Abbildung 12: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 5 Jahre.....	13
Abbildung 13: Performance Peergroup 10 Jahre p.a. ....	14
Abbildung 14: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 10 Jahre .....	14
Abbildung 15: Verteilung Performance Peergroup 10 Jahre p.a. ....	15
Abbildung 16: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 10 Jahre.....	15
Abbildung 17: Performance Peergroup seit 1992 p.a.....	16
Abbildung 18: Anteil Fonds Out-/Under-Performance seit 1992.....	17
Abbildung 19: Verteilung Performance Peergroup seit 1992 p.a.....	18
Abbildung 20: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup seit 1992 .....	18
Abbildung 21: Überblick Performance nach Betrachtungszeiträumen.....	19
Abbildung 22: Relative Performance (p.a.) europäisch domizilierter Aktienfonds vs. Index ..	20
Abbildung 23: Anteil (%) „under-performender“ Aktienfonds .....	20
Abbildung 24: Ranking Fonds mit mindestens zwei Top-10 Platzierungen .....	21
Abbildung 25: Top-Fonds 10 Jahre.....	22
Abbildung 26: Survivorship European Equity Funds – 10 Years (30.06.2016) .....	23

## 1. Ziele der Arbeit

Die Autoren haben sich zum Ziel gesetzt, im Rahmen der vorliegenden Arbeit die Wertentwicklung internationaler Aktienfonds darzulegen. Die Frage stellt sich, inwieweit Aktienfondsmanager den Gesamtmarkt kurz-, mittel- bzw. langfristig übertreffen konnten. Bereits im Jahr 2002 hat das Fondsmanagement der Security KAG erstmals eine Fondsstudie veröffentlicht und ist zu der Erkenntnis gekommen, dass es langfristig sehr unwahrscheinlich ist, die Benchmark zu übertreffen und ein kontinuierliches Alpha zu generieren. Aufgrund dessen wurde in der KAG die Entscheidung getroffen, Asset-Allocation Bausteine im Aktienbereich auf einen passiven Investmentansatz umzustellen. Nach dem Relaunch der Studie im Jahr 2016 gehen die Autoren auch 2017 der Frage nach, ob die damals gewonnen Erkenntnisse noch heute ihre Gültigkeit haben.

## 2. Vorgehensweise

Die Autoren haben zu diesem Zweck die Morningstar-Peergroup „Internationale Aktienfonds, Zulassung Österreich, Benchmark „MSCI World“ herangezogen. Die zugrundeliegenden Fonds wurden innerhalb dieser definierten Peergroup in unterschiedlichsten Betrachtungszeiträumen analysiert und nach Risiko- und Ertragsgesichtspunkten ausgewertet. Im Rahmen der Analyse wurden folgende Veranlagungsperioden untersucht:

- Kurzfristig: 1 Jahr
- Mittelfristig: 3 Jahre und 5 Jahre
- Langfristig: 10 Jahre
- Spezialanalyse: seit 1992

Im Zuge der Spezialanalyse haben die Autoren jene Fonds rückwirkend bis ins Jahr 1992 analysiert, die bereits in der ersten Fondsstudie der Security KAG in der zugrundeliegenden Peergroup aufscheinen und bis ins Jahr 2017 überlebt haben. Es erscheint uns wichtig, bei längerfristigen Performanceanalysen auch den Survivorship-Bias zu berücksichtigen. Fonds, die aufgrund einer schlechten Performance fusioniert oder aufgelöst wurden, können in der Analyse nicht mehr berücksichtigt werden, da sie zum Analysestichtag 31. Dezember 2016 nicht mehr existierten und die Daten nicht mehr zur Verfügung stehen. Kritische Leser dieser Arbeit sollten zudem bedenken, dass Kapitalanlagegesellschaften tendenziell danach trachten, Investmentfonds mit schlechter Performancehistorie in Fonds mit einer besseren historischen zu fusionieren. Diese weit verbreitete Methodik eliminiert den schlechteren und behält den besseren Track-Record. Im Rahmen der Analyse haben die Autoren auch den Aktien-Flaggschiff-Fonds der Security KAG berücksichtigt. Der Apollo Styrian Global Equity (ASGE) wurde bereits im Februar 1990 lanciert und verfügt demnach über eine lange und aussagekräftige Kurshistorie. Dieser Fond ist ein Investmentfonds, der sich zum Ziel gesetzt hat, den MSCI World Index kosteneffizient und mit geringem Abweichungsrisiko abzubilden. Damit kann dieses Produkt als strategischer und sortenreiner Asset-Allocation Baustein eingesetzt werden. Im Rahmen der zugrundeliegenden Arbeit dient der Fonds den Autoren als Synonym für ein indexnahes Investment.

## ECKDATEN

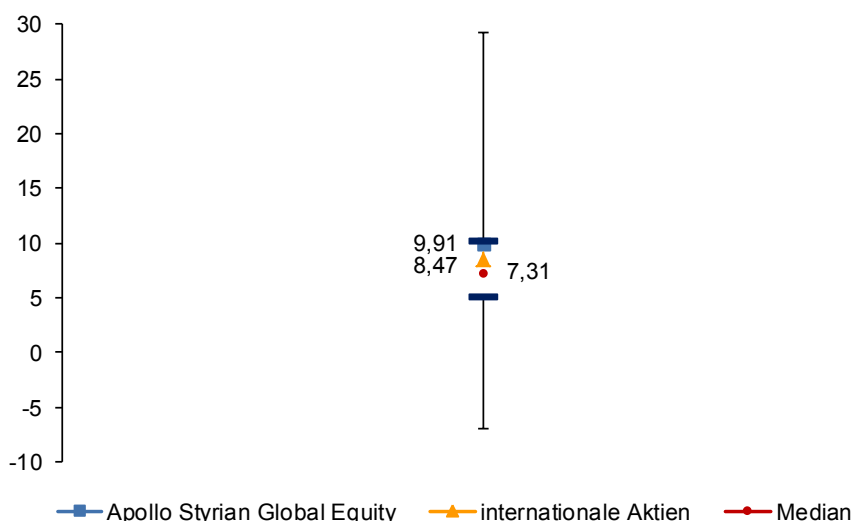
Analysezeitraum:	Februar 1992 bis Dezember 2016
Stichtag:	31. Dezember 2016
Referenzgruppe:	Internationale Aktienfonds (Peergroup: „Internationale Aktienfonds, Zulassung Österreich, Benchmark: „MSCI World Index“)
Vergleichsindex:	MSCI World Index ex Dividend (DM)
Analysezeiträume:	1 Jahr, 3 Jahre, 5 Jahre, 10 Jahre, seit 1992

Die Autoren weisen darauf hin, dass der Vergleich einzelner Investmentfonds mit dem Vergleichsindex geringfügige Bewertungsdifferenzen aufweist. Unterschiede können beispielsweise aufgrund unterschiedlicher Bewertungs-/Cut-Off-Zeiten der Währungskurse auftreten. Der Apollo Styrian Global Equity ist ein indexnaher ausgerichteter Aktienfonds, deren Abweichung zum MSCI World Index (gleicher Zeitpunkt des Devisen-Fixings) sehr gering ist. Die teilweise „größeren“ Abweichungen resultieren laut Einschätzung der Autoren aus der dargelegten Bewertungsproblematik.

### 3. Betrachtungszeitraum 1 Jahr

Im kurzfristigen Betrachtungszeitraum (1 Jahr) werden in der betreffenden Morningstar-Peergroup 209 Einzelfonds geführt. Die Bandbreite zwischen dem besten und dem schlechtesten Fondsprodukt liegt bei 36,37%. In den vergangenen 12 Monaten konnten sich die Aktienmärkte trotz der Turbulenzen (China-Crash, BREXIT, US-Präsidenten-Wahl, Referendum in Italien, etc.) weitestgehend positiv entwickeln und demnach attraktive Performance-Beiträge leisten.

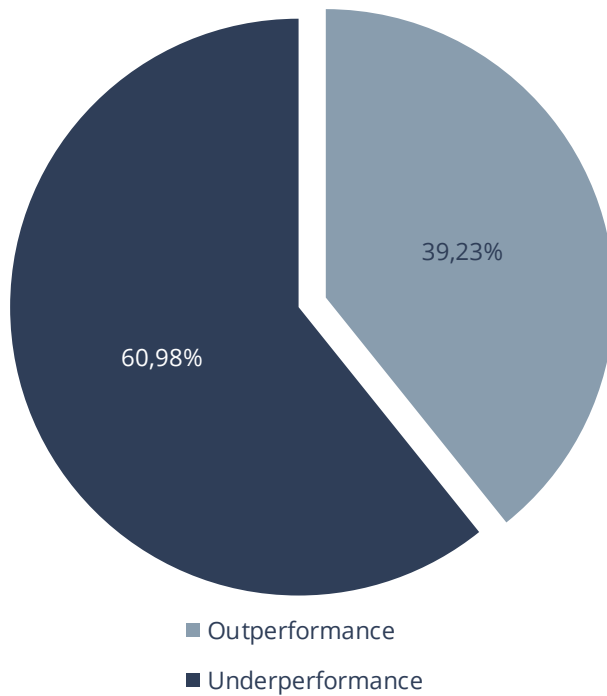
**Abbildung 1: Performance Peergroup 1 Jahr p.a.**



Quelle: Morningstar, Security KAG

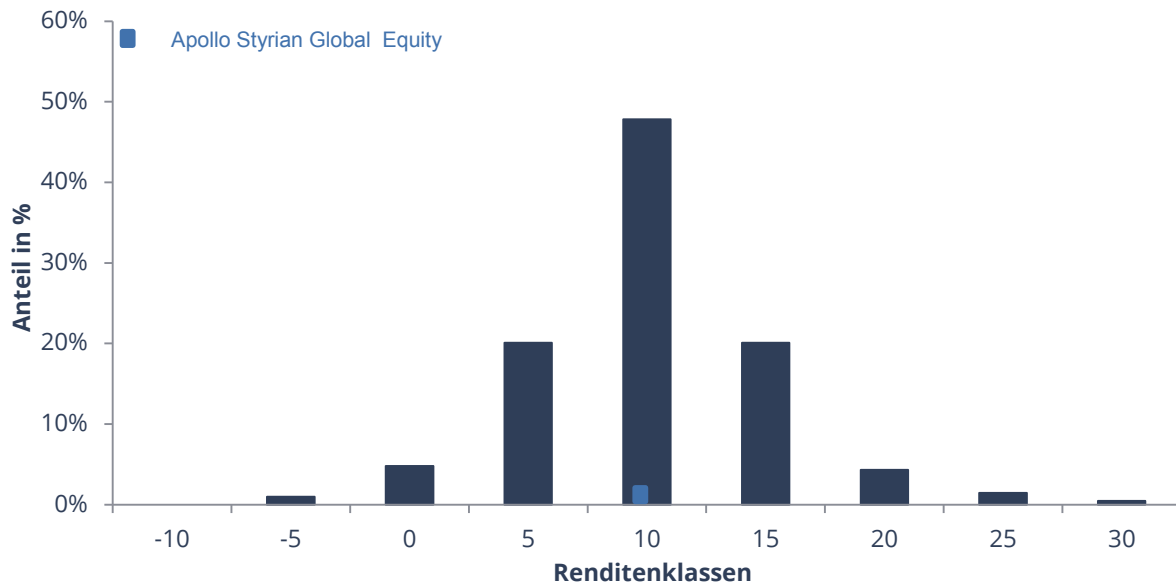
Der Median der Peergroup verzeichnete ein Plus von 7,31%, wohingegen der zugrundeliegende Vergleichsindex mit 8,47% eine deutlich bessere Performance erzielen konnte. Der Apollo Styrian Global Equity wies im Referenzzeitraum eine etwas höhere Wertentwicklung als der Vergleichsindex auf und konnte damit den Peergroup-Median deutlich übertreffen.

**Abbildung 2: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 1 Jahr**



Quelle: Morningstar, Security KAG

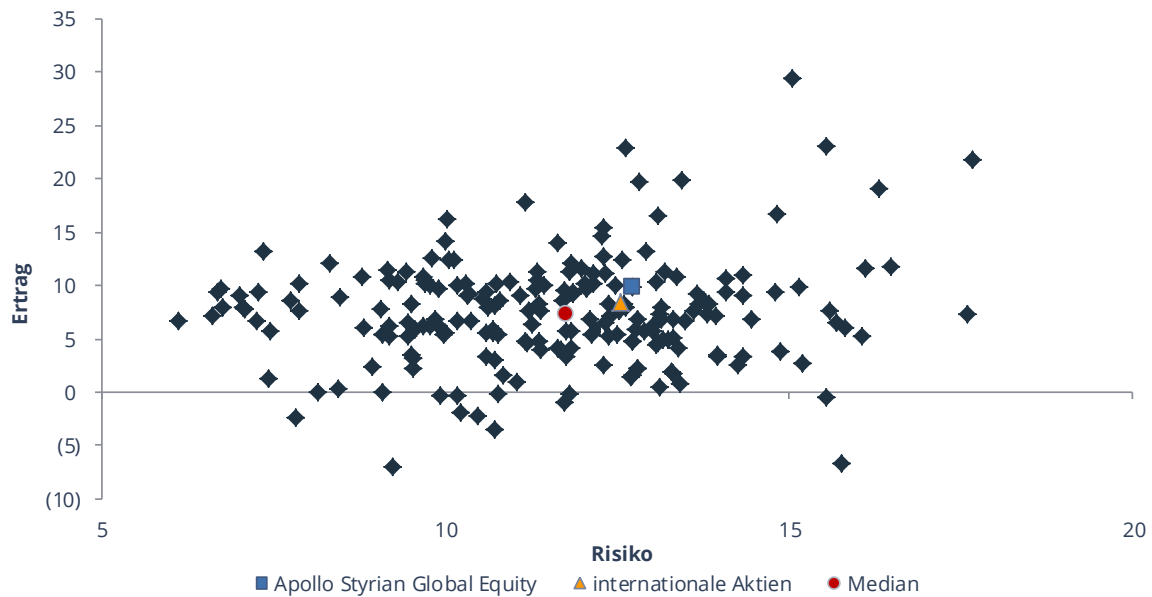
Wie in der Abbildung ersichtlich, konnten innerhalb der vergangenen 12 Monate 60,98% der international ausgerichteten Produkte in der Referenzgruppe den Vergleichsindex nicht übertreffen. Dies kann unter anderem damit begründet werden, dass einige Fondsmanager im durchaus freundlichen Aktienjahr 2016 zu vorsichtig und zurückhaltend positioniert waren.

**Abbildung 3: Verteilung Performance Peergroup 1 Jahr p.a.**

Quelle: Morningstar, Security KAG

Ein Großteil der Fonds wies im Referenzzeitraum eine Performance in der Bandbreite von 5% bis +15% auf. Auffallend ist, dass im Referenzjahr die positiven Ausreißer (Ausschläge) deutlich größer waren als die negativen. Die Bandbreite der Jahresergebnisse schwankt zwischen -7,0% und +29,4%.

Abbildung 4: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 1 Jahr



Quelle: Morningstar, Security KAG

Der indexnahe Apollo Styrian Global Equity wies im Referenzzeitraum annähernd den gleichen Ertrag wie der Median-Wert der Fonds bzw. des Vergleichsindex auf. Dabei ist allerdings festzuhalten, dass die Volatilität (Risiko) des Fonds und des Vergleichsindex im oberen Bereich liegt. Dies kann laut Einschätzung der Autoren damit begründet werden, dass der Fonds keine strategischen oder taktischen Absicherungsmaßnahmen vornimmt und demnach einen konstanten Investitionsgrad von 100% anstrebt.

#### 4. Betrachtungszeitraum 3 Jahre

Bei einer mittelfristigen Betrachtung können 199 Fonds der Referenzgruppe zugeordnet werden. Die Median-Performance der Investmentprodukte liegt mit 10,78% p.a. um 48 Basispunkte hinter dem Vergleichsindex. Der indexnahe Apollo Styrian Global Equity generierte nach der Berücksichtigung von Kosten eine Wertentwicklung von 12,76% p.a. – damit lag die Wertentwicklung des Fonds deutlich über dem Median der Vergleichsprodukte.



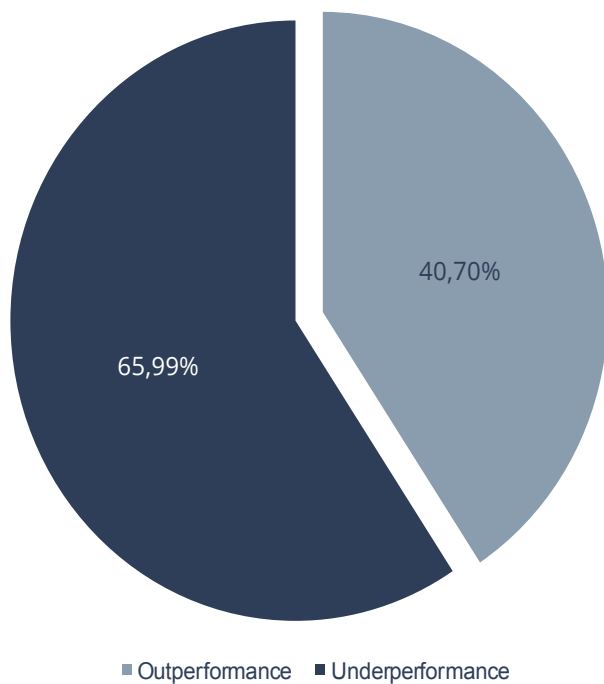
**Abbildung 5: Performance Peergroup 3 Jahre p.a.**



Quelle: Morningstar, Security KAG

In der Darstellung (Abbildung 5) kommt die große Spannweite zwischen den besten und schlechtesten Fonds im untersuchten Referenzzeitraum von 3 Jahren sehr gut zum Ausdruck. Der beste Fonds konnte einen Wertzuwachs von 18,05% p.a. generieren, wohingegen der schlechteste Fonds der Peergroup lediglich eine Performance von 1,31% p.a. erzielen konnte.

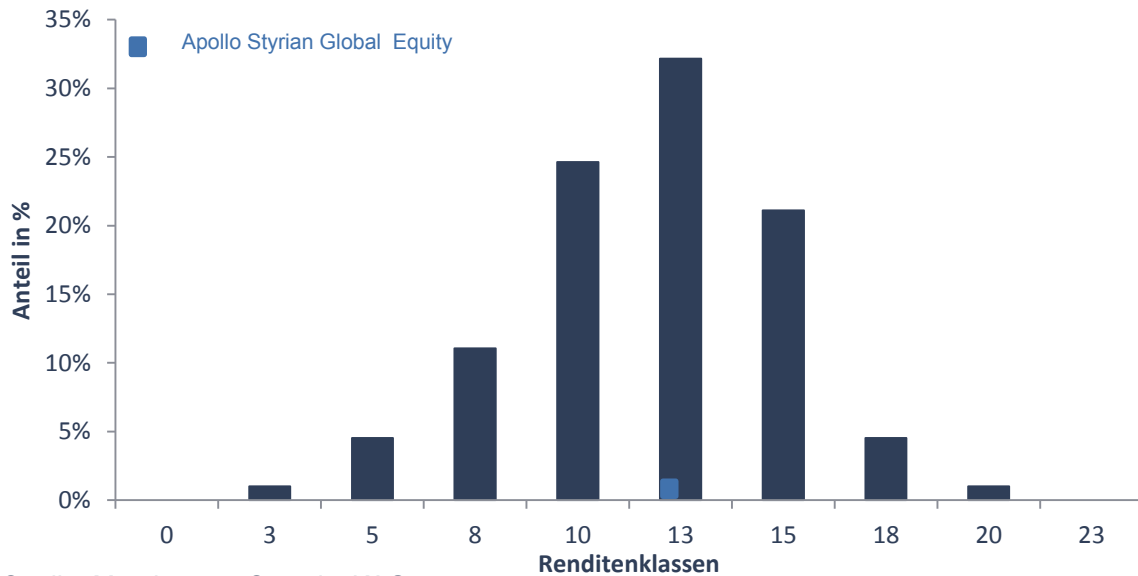
**Abbildung 6: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 3 Jahre**



Quelle: Morningstar, Security KAG

Auf 3-Jahressicht konnten 40,7% der Fondsmanager den Vergleichsindex übertreffen. In diesem Zusammenhang ist allerdings auch festzuhalten, dass der Vergleichsindex ohne Kosten und die Fonds nach Kosten dargestellt werden.

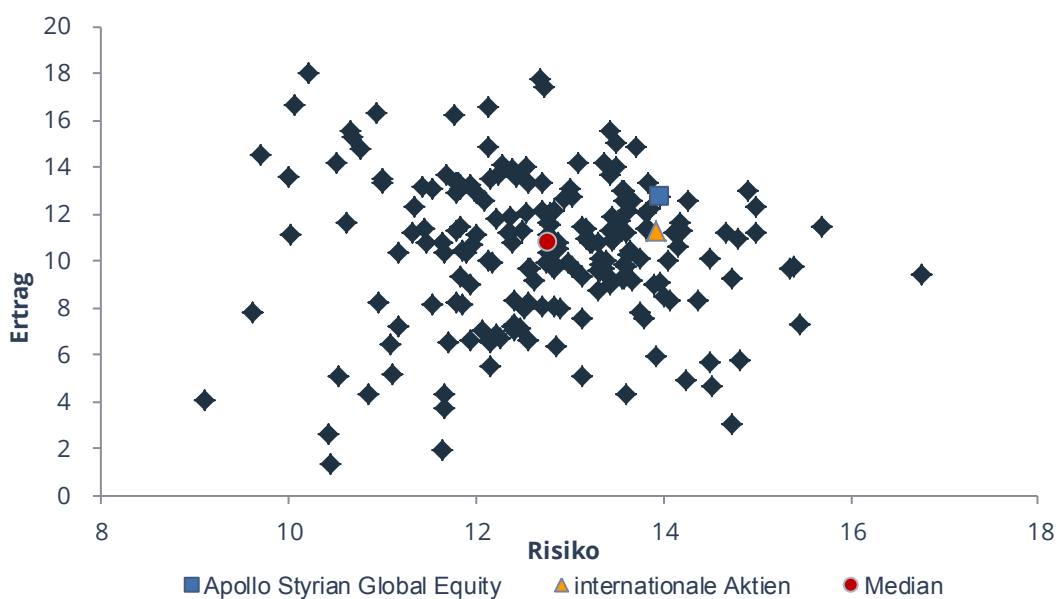
**Abbildung 7: Verteilung Performance Peergroup 3 Jahre p.a.**



Quelle: Morningstar, Security KAG

Die Häufigkeitsverteilung der per anno Renditen verdeutlicht, dass ein Großteil der Aktienfonds eine Performance innerhalb der Bandbreite 7,5% und 15% aufweisen. Des Weiteren fällt die Anzahl der „negativen“ Ausreißer auf, die deutlich hinter dem Median und der Wertentwicklung des Vergleichsindex zurückliegen.

**Abbildung 8: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 3 Jahre**



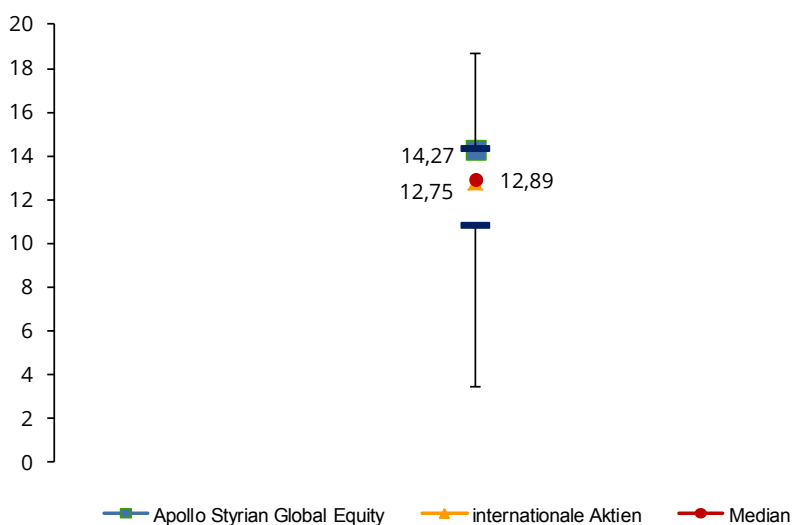
Quelle: Morningstar, Security KAG

Interessant ist auch eine Risiko-Ertragsanalyse der einzelnen Fonds. Die Bandbreite einzelner Fonds unter Risiko- und Ertragsgesichtspunkten kann stark voneinander differieren.

## 5. Betrachtungszeitraum 5 Jahre

Im 5-jährigen Betrachtungszeitraum konnten der Referenzgruppe 181 Einzelfonds zugeordnet werden. Die Median-Performance der Aktienfonds liegt mit 12,89% p.a. um 14 Basispunkten vor dem Vergleichsindex.

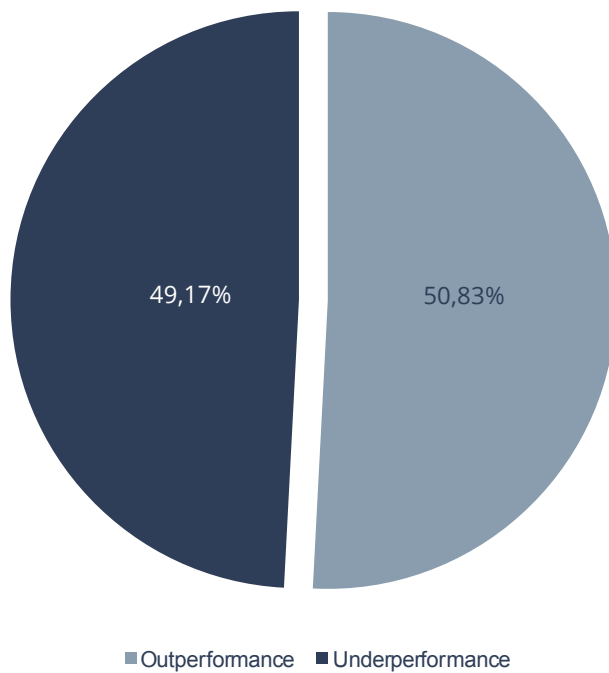
**Abbildung 9: Performance Peergroup 5 Jahre p.a.**



Quelle: Morningstar, Security KAG

Bei mittelfristiger Betrachtung konnte ein indexnahes Investment den Gesamtmarkt (Median-Performance) deutlich übertreffen und sich knapp beim Top-Quantil der besten Fonds ansiedeln.

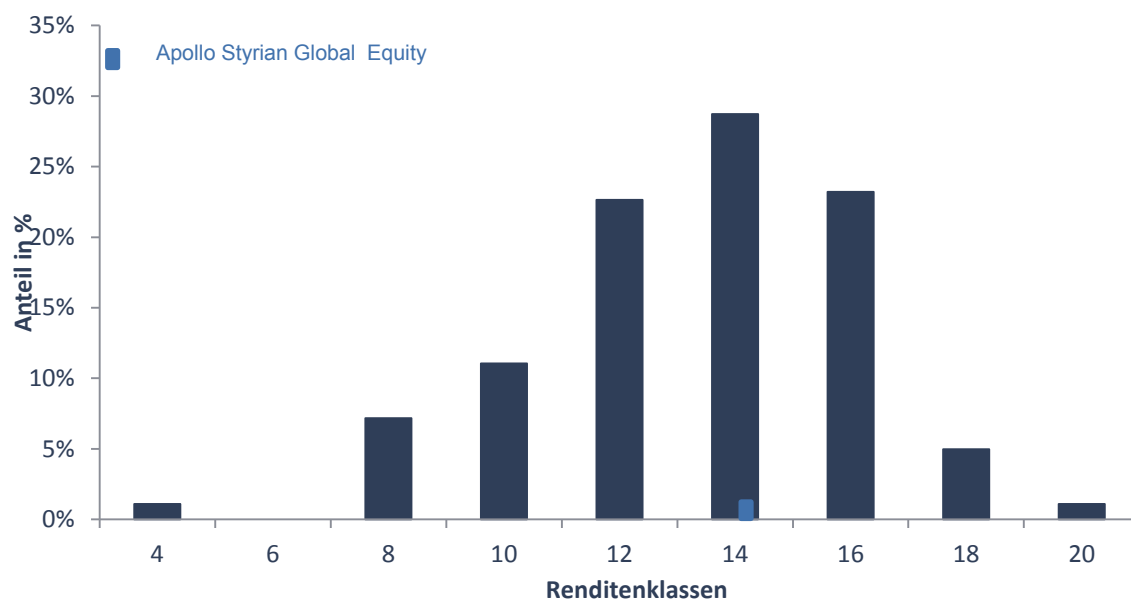
Abbildung 10: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 5 Jahre



Quelle: Morningstar, Security KAG

Auch auf 5-Jahressicht ist das Verhältnis zwischen den Out-Performern und den Under-Performer sehr ausgeglichen.

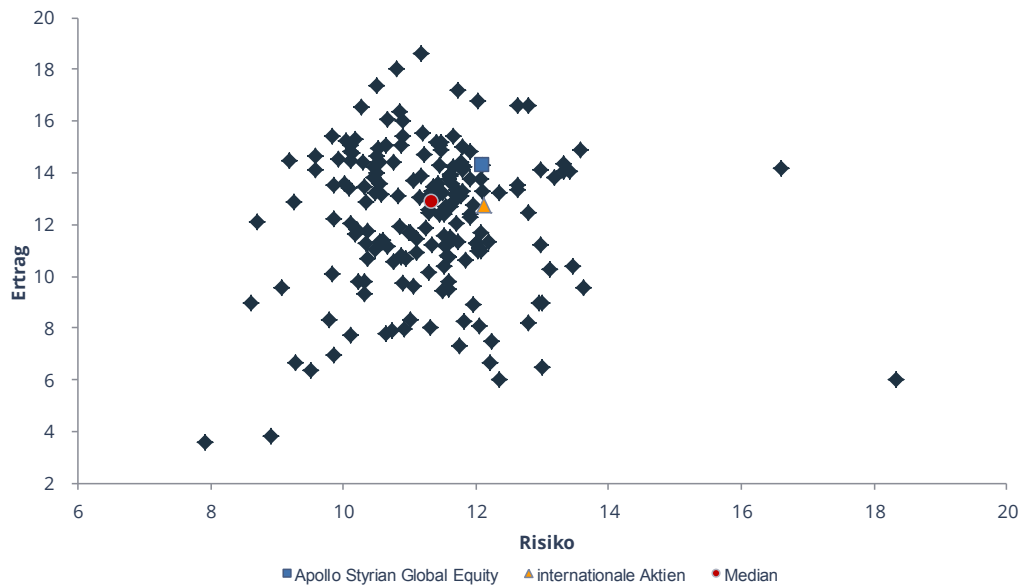
Abbildung 11: Verteilung Performance Peergroup 5 Jahre p.a.



Quelle: Morningstar, Security KAG

Die Häufigkeitsverteilung zeigt auf 5-Jahressicht eine erheblich große Performance-Bandbreite der analysierten Aktienfonds. Während der beste Fonds mit einer jährlichen Entwicklung von positiven 18,64% den Median deutlich übertreffen konnte, musste sich der schlechteste Fonds des zugrundeliegenden Samples mit einer annualisierten Performance von 3,57% begnügen.

**Abbildung 12: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 5 Jahre**



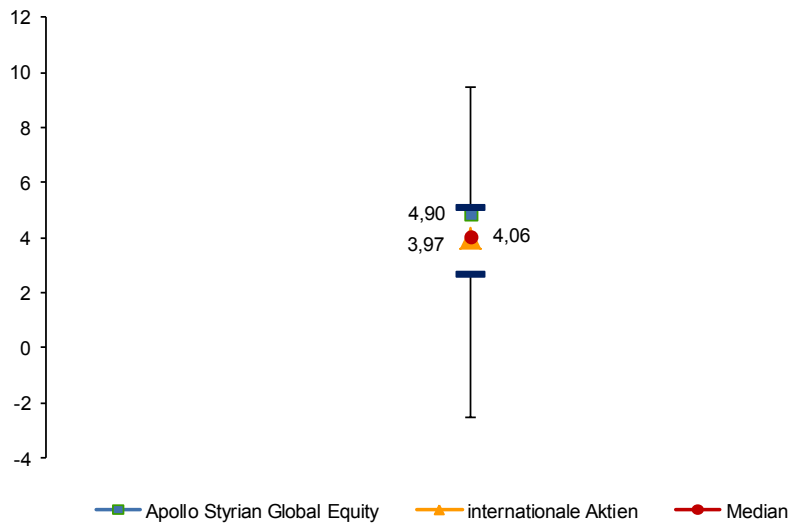
Quelle: Morningstar, Security KAG

Bei einer Risiko-Ertragsanalyse der Peergroup werden große Unterschiede zwischen den Fonds ersichtlich. Dieses Delta trifft sowohl auf die Wertentwicklung als auch auf die Risikoprofile der untersuchten Produkte zu.

## 6. Betrachtungszeitraum 10 Jahre

Im Rahmen einer Ausdehnung der Analyse auf einen längeren Betrachtungszeitraum von 10 Jahren können 142 Fonds der Referenzgruppe zugeordnet werden. Die Anzahl der Fonds hat sich im Vergleich zu kürzeren Analyseperioden deutlich reduziert (1 Jahr: 209 Fonds, 3 Jahre: 199 Fonds, 5 Jahre 181 Fonds). In diesem Zusammenhang möchten die Autoren auf den Survivorship-Bias verweisen. Fonds mit schlechtem Track-Record werden häufig geschlossen oder in andere Fonds, die eine bessere Kurshistorie aufweisen, fusioniert. Insofern möchten wir nicht unerwähnt lassen, dass Fonds mit einer langen Historie in der Regel zu den erfolgreichsten ihrer Zunft zählen.

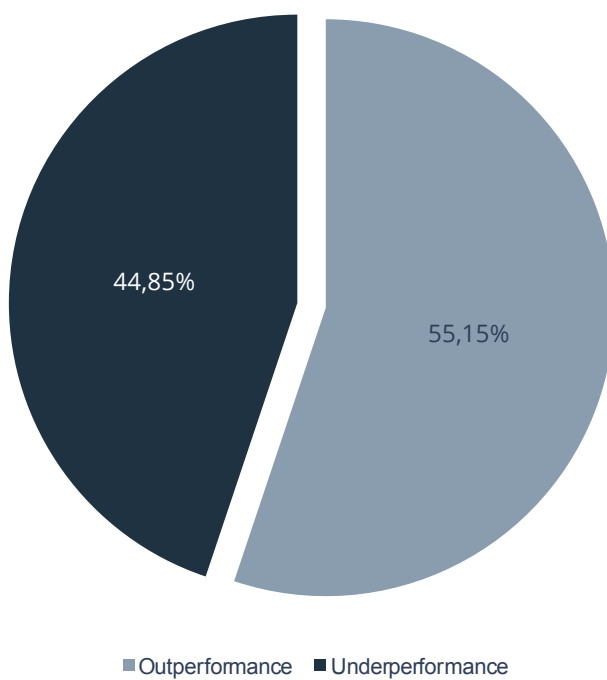
Abbildung 13: Performance Peergroup 10 Jahre p.a.



Quelle: Morningstar, Security KAG

Auf 10-Jahres-Sicht weist ein Großteil der zugrundeliegenden Aktienfonds der Referenzgruppe die nahezu gleiche Performance auf wie der Vergleichsindex. Auffallend ist allerdings, dass die Spannweite der Jahresrenditen auch bei dieser längerfristigen Betrachtung sehr hoch ist.

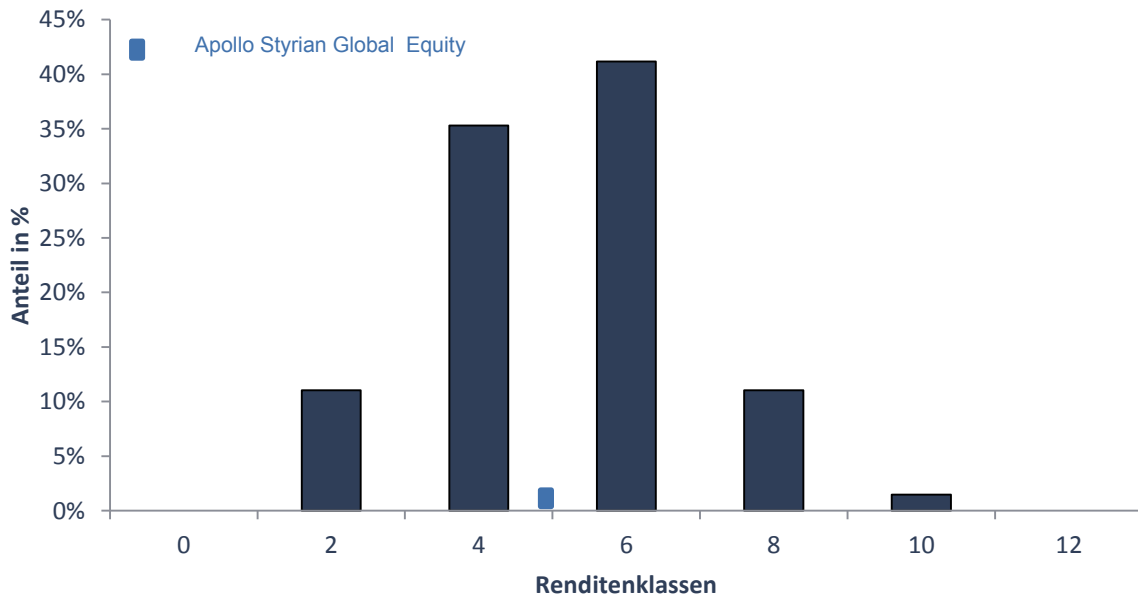
Abbildung 14: Anteil Fonds Out-/Under-Performance 10 Jahre



Quelle: Morningstar, Security KAG

Auf 10-Jahressicht konnten 55% der Aktienfonds den zugrundeliegende Vergleichsindex übertreffen. Dieser Wert liegt deutlich über jenem des 1- und 3-Jahreszeitraumes.

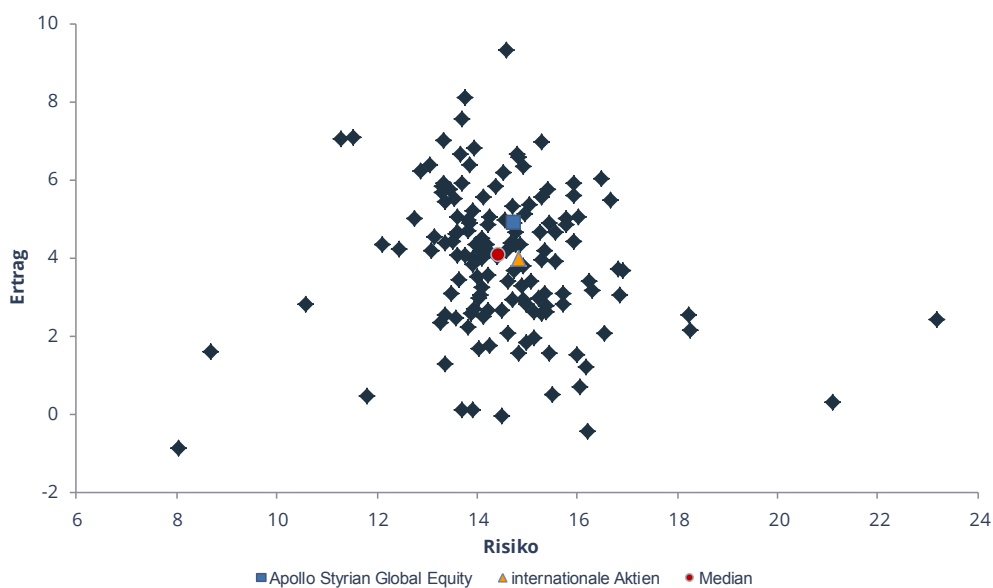
**Abbildung 15: Verteilung Performance Peergroup 10 Jahre p.a.**



Quelle: Morningstar, Security KAG

Die Häufigkeitsverteilung der 10-Jahres-Renditen ändert sich im Vergleich zu jenen mit kürzeren Betrachtungszeiträumen dahingehend, dass die Anzahl der positiven Ausreißer im Vergleich zu den negativen Ausreißern deutlich überwiegt.

**Abbildung 16: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup 10 Jahre**



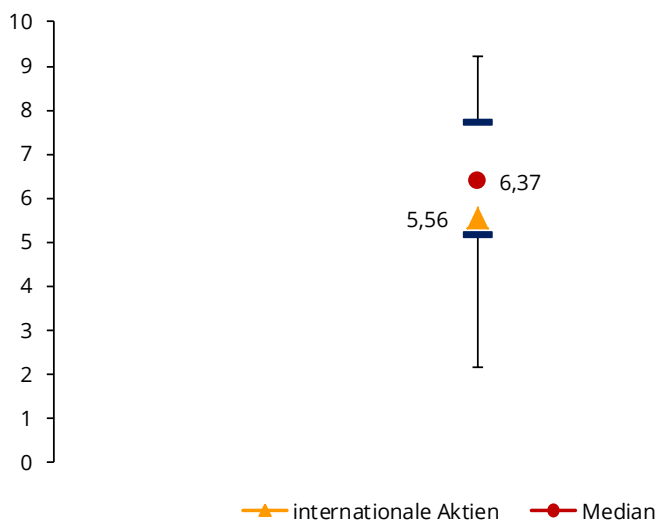
Quelle: Morningstar, Security KAG

Die Risikostruktur des Großteils der zugrundeliegenden Aktienfonds ähnelt der des Vergleichsindex. Ausreißer mit einer deutlich höheren Risikobereitschaft konnten weder absolut noch risikoadjustiert den Vergleichsindex übertreffen.

## 7. Betrachtungszeitraum seit 1992

Als letzte Analyseperiode haben die Autoren jene Peergroup herangezogen, die bereits im Zuge der ersten Fondsstudie im Jahr 2002 herangezogen wurde. Von den damaligen 78 Fonds „überlebten“ lediglich 19 Aktienfonds. Auch hierbei ist festzuhalten, dass der Survivorship-Bias das Ergebnis langfristig durchaus verfälscht.

**Abbildung 17: Performance Peergroup seit 1992 p.a.**

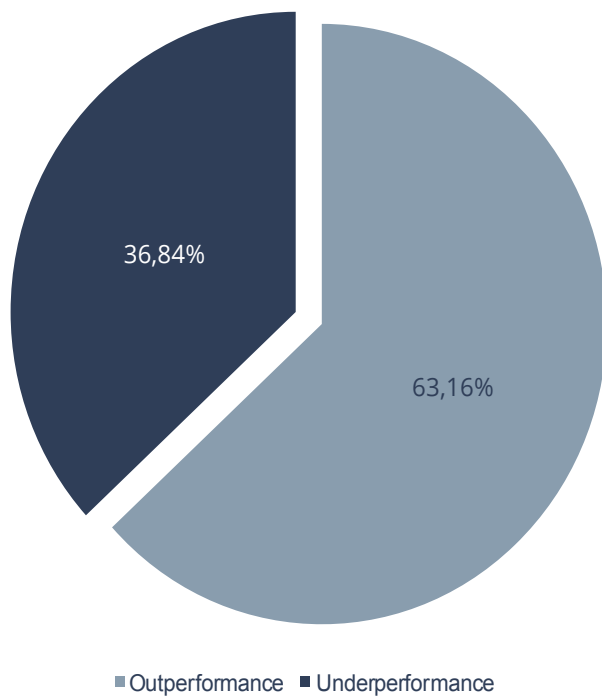


Quelle: Morningstar, Security KAG

Der Median-Wert der 19 Fonds konnte den Vergleichsindex auf lange Sicht deutlich übertreffen. Die Spannweite der p.a.-Renditen ist im Vergleich zu den anderen Analysezeiträumen merklich geringer.



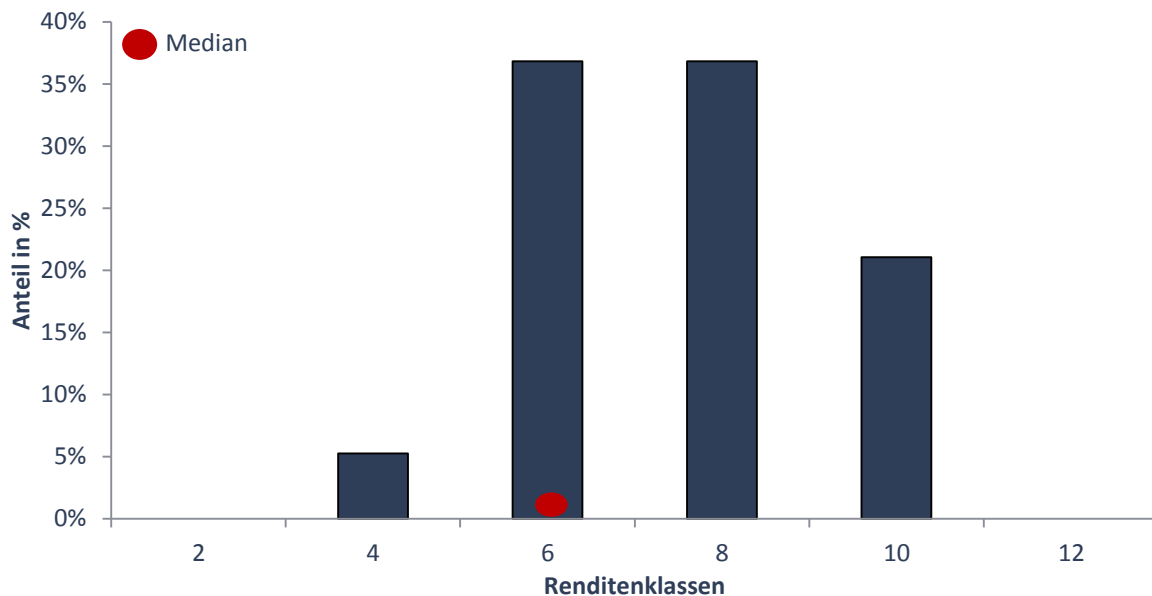
**Abbildung 18: Anteil Fonds Out-/Under-Performance seit 1992**



Quelle: Morningstar, Security KAG

Jene überlebenden Fonds konnten mehrheitlich den Vergleichsindex outperformen. 63,16% der Aktienfonds wiesen innerhalb der letzten 25 Jahre nach Kosten eine bessere Wertentwicklung auf als der Gesamtmarkt.

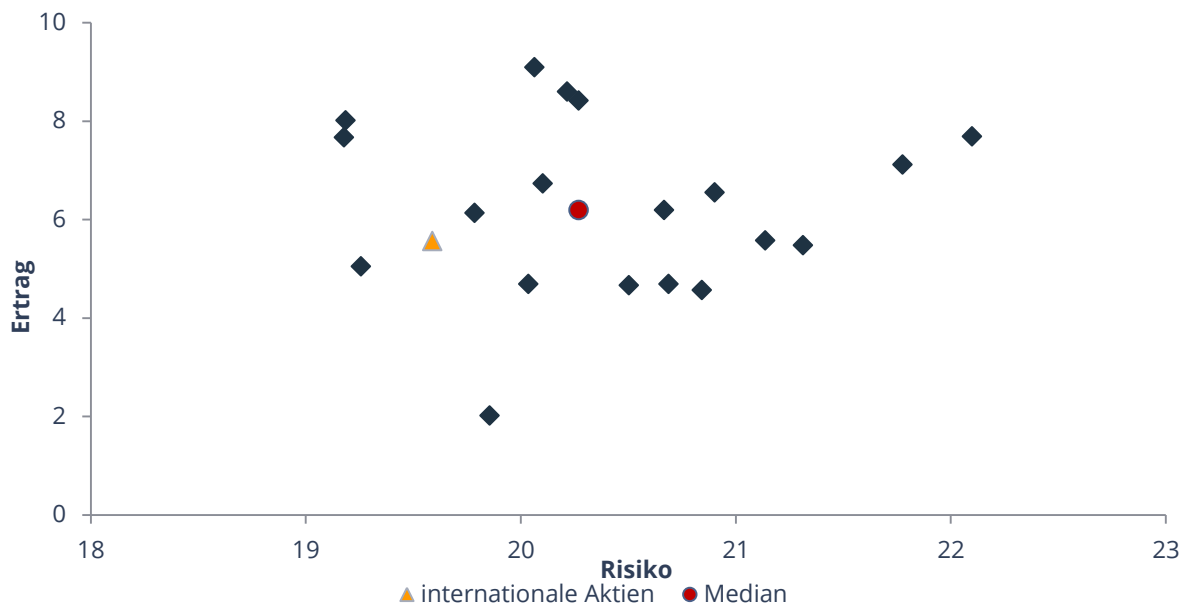
Abbildung 19: Verteilung Performance Peergroup seit 1992 p.a.



Quelle: Morningstar, Security KAG

Auch bei einer Betrachtung der Häufigkeitsverteilung wird der „Bias“ zu den Outperformern offensichtlich. Lediglich ein Fonds liegt hinsichtlich der Performance deutlich zurück.

Abbildung 20: Risiko-Ertragsanalyse Peergroup seit 1992



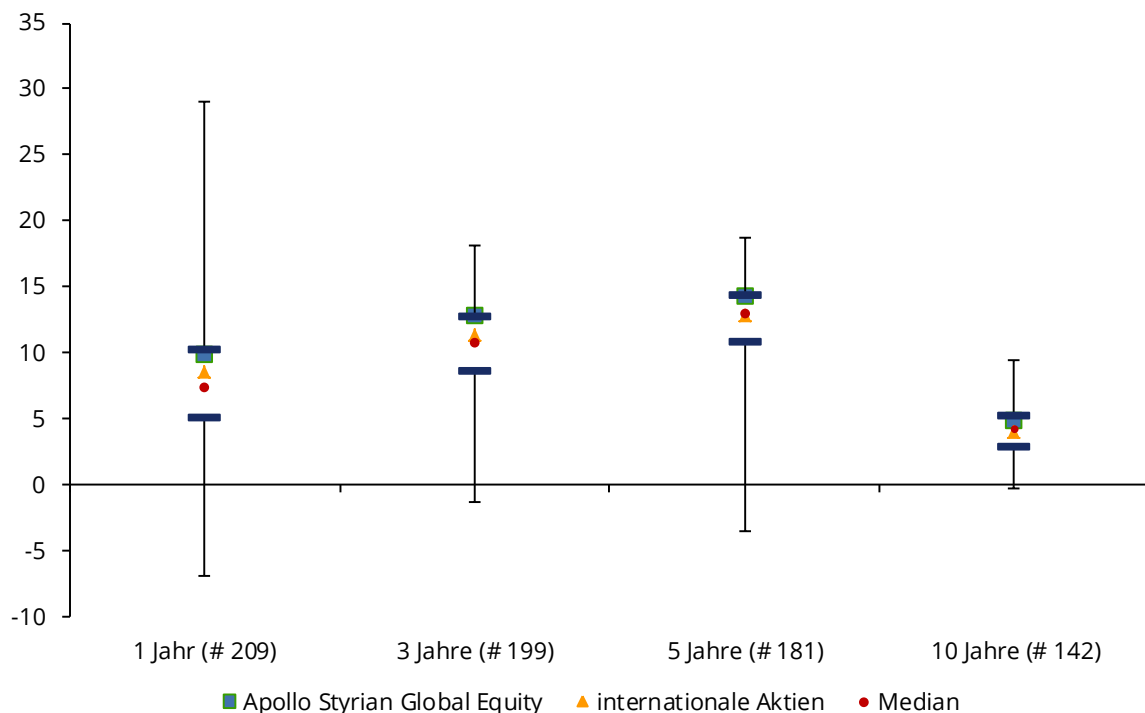
Quelle: Morningstar, Security KAG

Hinsichtlich der Risikoneigung liegt die Mehrzahl der zugrundeliegenden Fonds deutlich über jener des Vergleichsindex. Die erhöhte Risikobereitschaft konnte aber nur zum Teil in eine höhere Wertentwicklung umgemünzt werden.

## 8. Analyseergebnisse nach Zeiträumen

Um die Ergebnisse und die Spannweite der p.a. Renditen für die unterschiedlichsten Zeiträume darzustellen, haben die Autoren die Ergebnisse zusammengefasst dargestellt.

**Abbildung 21: Überblick Performance nach Betrachtungszeiträumen**



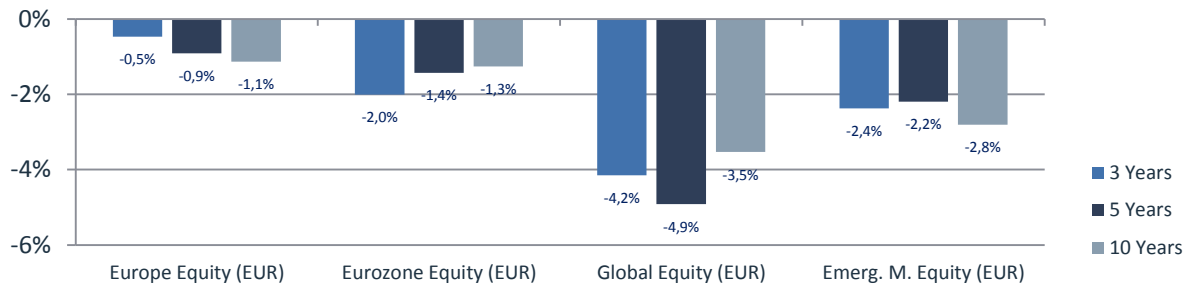
Quelle: Morningstar, Security KAG

Wie in der Abbildung ersichtlich, nimmt die Spannweite der Performanceergebnisse (erstes vs. letztes Quartil) mit zunehmender Haltedauer ab. Im Laufe der Zeit wird die Zusammensetzung der jeweiligen Peergroup durch den Survivor-Ship-Bias verfälscht. Von den aktuellen 209 Fonds der Referenzgruppe können lediglich 142 eine Kurshistorie von zumindest 10 Jahren aufweisen. Fonds mit schlechten Performancezahlen werden von den Kapitalanlagegesellschaften häufig im Zeitraum von 5 bis 10 Jahren vom Markt genommen. Bei längerfristiger Betrachtung können sich sowohl der Vergleichsindex als auch der Apollo Styrian Global Equity im vorderen Feld der Fonds-Vergleichsgruppe positionieren. Auch das Ergebnis bei einer 10-jährigen Betrachtungsperiode fällt durchaus positiv aus, obwohl viele Fonds mit schlechter Kursentwicklung bereits aus dem Vergleichsuniversum gerutscht sind.

## 9. Analyse europäisch domizilierter Aktienfonds

Auch eine im September 2016 veröffentlichte Analyse von S&P Dow Jones Indizes kommt zu einem ähnlichen Ergebnis.

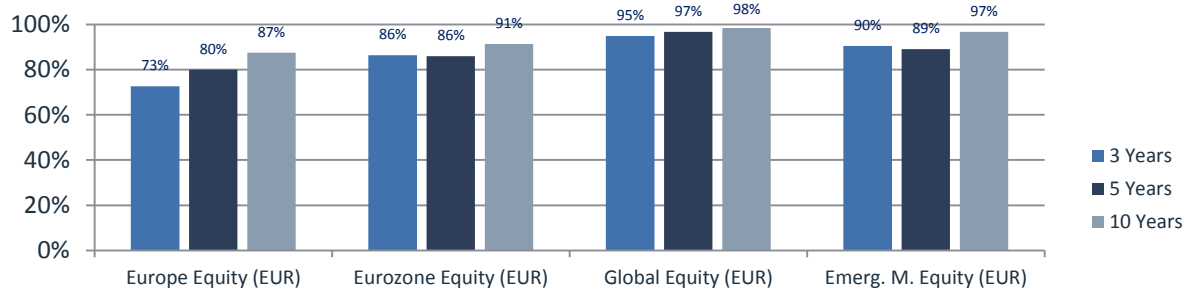
**Abbildung 22: Relative Performance (p.a.) europäisch domizilierter Aktienfonds vs. Index**



Quelle: S&P Dow Jones Indices LLC, SPIVA© Europe Scorecard, 2016, EUR

Auf Drei-, Fünf- und Zehnjahressicht mussten die Fondsmanager des zugrundeliegenden Samples im Vergleich zu den jeweiligen Benchmarks eine deutliche Underperformance hinnehmen. Besonders stark fiel dies bei global orientierten Investmentfonds auf.

**Abbildung 23: Anteil (%) „under-performender“ Aktienfonds**



Quelle: S&P Dow Jones Indices LLC, SPIVA© Europe Scorecard, 2016, EUR

In der breit angelegten Analyse konnten die Fondsmanager europäisch domizilierter Aktienfonds im Schnitt bei mittel- bis langfristigen Betrachtungszeiträumen die zugrundeliegende Benchmark nicht übertreffen.

## 10. Ergebnisse nach Behalteperioden

Im letzten Teil dieser Arbeit gehen die Autoren der Frage nach, ob ein Zusammenhang zwischen kurz- und langfristig erfolgreichen Fonds besteht. Rund ein Drittel aller Fonds haben es innerhalb der letzten 10 Jahre innerhalb eines Kalenderjahres geschafft, einen Top 10 Platz zu ergattern.

Abbildung 24: Ranking Fonds mit mindestens zwei Top-10 Platzierungen

	Fonds mind. 2x unter den Top 10 - Decile										10 Jahre	5 Jahre	3 Jahre
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016			
Fonds 1	10	2	3	1	1	4	1	3	5	4	1	2	3
Fonds 2	1	10	1	7	10	1	7	8	9	1	8	4	4
Fonds 3	7	2	3	1	4	3	4	1	1	8	1	1	1
Fonds 4	N/A	5	1	1	4	4	1	3	6	9	N/A	2	7
Fonds 5	N/A	N/A	8	1	10	8	1	10	1	1	N/A	3	4
Fonds 6	N/A	N/A	N/A	N/A	1	7	9	1	1	5	N/A	1	1
Fonds 7	1	6	6	2	1	6	2	2	2	7	1	1	2
Fonds 8	2	9	1	7	5	1	9	4	5	9	4	6	7
Fonds 9	8	4	8	6	3	4	1	1	1	2	1	1	1
Fonds 10	10	1	10	5	8	1	1	5	3	9	4	3	7
Fonds 11	5	10	2	1	6	5	8	5	6	1	6	3	1
Fonds 12	N/A	2	2	3	4	2	4	1	1	2	N/A	1	1
Fonds 13	N/A	1	8	8	6	1	1	7	7	10	N/A	6	10
Fonds 14	10	4	6	4	1	3	1	4	3	2	2	1	2
Fonds 15	9	1	5	9	4	10	3	4	1	6	1	2	1
Fonds 16	N/A	3	5	6	1	2	1	3	3	4	N/A	1	2
Fonds 17	6	9	1	2	9	2	10	10	10	1	10	10	10
Fonds 18	N/A	N/A	N/A	7	5	1	5	10	7	1	N/A	3	4
ASGE*	7	6	5	5	5	4	5	3	5	3	3	3	3

\*Apollo Styrian Global Equity A

Quelle: Morningstar, Security KAG

Die in der Abbildung dargestellten Fonds konnten innerhalb des Referenzzeitraumes in zumindest zwei Jahren eine Top-10 Platzierung erreichen. 11 Fonds oder 61,11% der Vergleichsgruppe können auf eine mehr als 10-jährige Historie verweisen. Der Apollo Styrian Global Equity wurde in der Abbildung repräsentativ für ein indexnahes Fondsinvestment dargestellt. Dieser konnte sich innerhalb des Referenzzeitraums (1-Jahres-Sicht) nie besser als im dritten Dezil platzieren. Der Fonds positionierte sich allerdings auch bei längeren Analysezeiträumen der Peergroup im dritten Dezil und zählte damit zu den besten 30% im zugrundeliegenden Sample. Selbst bei langfristiger Betrachtung und unter Nicht-Berücksichtigung des Survivorship-Bias konnte sich somit ein indexnahes Investment im dritten Dezil positionieren. Bei näherer Betrachtung der einzelnen Jahresergebnisse fällt auch auf, dass einige Fonds der Referenzgruppe in manchen Kalenderjahren deutlich hinterherhinken und eine Platzierung im 9. und 10. Dezil hinnehmen mussten. Nur sehr wenige Ausnahmen waren in der Lage über den gesamten Referenzzeitraum von 10 Jahren eine kontinuierliche Top-Platzierung zu erzielen.

Im nächsten Schritt haben die Autoren sich die Frage gestellt, welchem Performance-Zehntel die besten Fonds auf 10-Jahressicht in den einzelnen Kalenderjahren zugeordnet werden können.

**Abbildung 25: Top-Fonds 10 Jahre**

	1. Decil Performance 10 Jahre										10 Jahre	5 Jahre	3 Jahre
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016			
Fonds 1	4	1	9	5	2	4	3	8	8	1	1	5	6
Fonds 2	8	4	8	6	3	4	1	1	1	2	1	1	1
Fonds 3	10	2	3	1	1	4	1	3	5	4	1	2	3
Fonds 4	1	7	3	1	4	3	6	2	6	8	1	5	5
Fonds 5	9	3	7	4	1	2	5	1	1	6	1	1	1
Fonds 6	2	3	3	5	6	1	8	7	4	4	1	5	5
Fonds 7	5	3	3	6	3	1	4	2	6	5	1	1	3
Fonds 8	8	2	8	6	3	1	5	5	7	4	1	3	5
Fonds 9	7	2	3	1	4	3	4	1	1	8	1	1	1
Fonds 10	5	4	1	2	7	2	4	4	2	7	1	3	4
Fonds 11	7	4	2	2	5	2	3	4	1	7	1	1	3
Fonds 12	8	3	6	3	2	5	4	3	5	2	1	2	2
Fonds 13	1	6	6	2	1	6	2	2	2	7	1	1	2
Fonds 14	3	3	4	5	2	6	6	5	2	7	1	5	4
Fonds 15	9	1	5	9	4	10	3	4	1	6	1	2	1
Fonds 16	4	8	3	4	3	2	2	2	2	5	1	1	1
ASGE*	7	6	5	5	5	4	5	3	5	3	3	3	3

\*Apollo Styrian Global Equity A

Quelle: Morningstar, Security KAG

Wie in der Abbildung ersichtlich, ist die Anzahl der negativen Ausreißer deutlich geringer als bei jenen Fonds, die die besten 1-Jahres-Rankings erzielen konnten. Von den 16 Fonds, die es zumindest zwei Mal in die Top-10 des Kalenderjahres geschafft haben, konnten lediglich 4 Fonds in allen Perioden im Top-Dezil landen.

## 11. Survivorship-Bias

In einer Analyse von S&P Dow Jones Indices haben die Autoren den Survivorship-Bias ermittelt. Jede Kapitalanlagegesellschaft sollte den Anspruch an sich selbst erheben, Fonds aufzulegen, die eine langfristige Daseinsberechtigung haben. Die Erkenntnisse der zugrundeliegenden Arbeit zeigen allerdings ein anderes Ergebnis.

**Abbildung 26: Survivorship European Equity Funds – 10 Years (03.04.2017)**

Report 2: Survivorship Consistency of European Equity Funds (cont.)		
FUND CATEGORY	NO. OF FUNDS AT START	SURVIVORSHIP (%)
<b>TEN-YEAR (EUR)</b>		
Europe Equity	1305	47.66
Eurozone Equity	789	47.53
Nordic Equity	37	67.57
Global Equity	1381	43.66
Emerging Markets Equity	208	57.69
U.S. Equity	522	37.74
France Equity	305	51.80
Germany Equity	118	53.39
Italy Equity	92	33.70
Spain Equity	124	44.35
Netherlands Equity	34	17.65

Quelle: S&P Dow Jones Indices (SPIVA Europe Scorecard)

Laut den Erkenntnissen von S&P Indices überleben lediglich 43,66% jener Aktienfonds, die der Kategorie Global Equity zuzuordnen sind. In den vergangenen Jahren war häufig zu beobachten, dass Fonds mit einer schlechten Kurshistorie aufgelöst oder in Fonds fusioniert werden, die eine deutlich bessere Entwicklung aufweisen konnten. Insofern warnen die Autoren, bei einem langfristigen Vergleich den meist erheblich unterschätzten Survivorship-Bias nicht ins Kalkül zu ziehen.

## 12. Conclusio

- Lediglich 43,70% der globalen Aktienfonds überleben mehr als 10 Jahre.
- Der Survivorship-Bias verfälscht langfristige Performance-Ergebnisse, da schlechte Fonds häufig fusioniert oder geschlossen werden.
- Im Rahmen der Analysen wurde als Vergleichsindex der MSCI World ex Dividend herangezogen.
- Ein indexnahes Investment repräsentiert die Entwicklung des Gesamtmarktes. Es ist äußerst unwahrscheinlich, bei kürzeren Betrachtungszeiträumen eine markant bessere oder auch schlechtere Performance zu den Vergleichsfonds innerhalb der Peergroup zu generieren. Durch die langfristige und vor allem kontinuierliche Positionierung in den vorderen Bereichen kann bei längeren Halteperioden ein außerordentlich gutes Ergebnis erzielt werden. Dies kann dadurch begründet werden, dass der Fondsmanager erhöhte Risiken eingehen muss, um überhaupt in die Situation zu kommen, kurzfristige Rankings anzuführen. Damit verbunden sind aber in der Regel auch erhöhte Risiken, die zu einer deutlichen Underperformance führen können.
- Hinsichtlich der Risikoneigung und der erwirtschafteten Ergebnisse einzelner Fondsmanager ist trotz identem globalem Aktienuniversums eine große Diskrepanz zu beobachten. Diese ist mit der Umsetzung aktiver Managementprozesse sowie mit deutlichen strukturellen Abweichungen zur Benchmark zu begründen.
- Dass ein aktiver Managementansatz in Investmentfonds nicht zwingend in einer besseren Fondswertentwicklung mündet, kommt in der Analyse an mehreren Stellen zum Ausdruck. So hinken auf 3-Jahres-Sicht rund zwei Drittel der Fonds der Entwicklung des Vergleichsindex hinterher. Selbst bei langfristiger Betrachtung und ohne Berücksichtigung des Survivorship-Bias konnten auf 10-Jahressicht lediglich knapp mehr als die Hälfte der Fondsmanager den Vergleichsindex übertreffen.
- Im Jahr 2002 hat die Security KAG schon einmal eine Fondsstudie durchgeführt. In der damaligen Peergroup (Aktien Global) wurden 78 Investmentfonds berücksichtigt. Von der damaligen Referenzgruppe überlebten zum Zeitpunkt dieser Analyse lediglich 19 Fonds (ca. 24%). Die „Überlebenden“ sind absolute Top-Fonds – knapp zwei Drittel der betreffenden Produkte konnte seit 1992 den Gesamtmarkt nach Kosten übertreffen.
- Die Spannweite der Jahresergebnisse bei kurzfristigen Betrachtungszeiträumen ist enorm – auf 1-Jahres-Sicht liegt der schlechteste Fonds um 29,4% hinter dem Besten.
- Rund ein Drittel aller zum Analysezeitraum von der Peergroup umfassenden Fonds konnte auf 1-Jahressicht eine Top-10 Platzierung in einem Kalenderjahr aufweisen.
- Der Schluss, dass kurzfristig erfolgreiche Fonds auch langfristig zu den Besten ihrer Zunft zählen, ist nicht zulässig. In Summe schafften es 18 Fonds in der von Morningstar definierten Peergroup in mehr als einem Kalenderjahr, zu den Top-10 Fonds zu zählen. Bei einer Betrachtung der Jahresergebnisse wird ersichtlich, dass auch die Anzahl der Ergebnisse in den schlechtesten Dezilen relativ hoch ist.
- Von den 18 kurzfristig erfolgreichen Fonds konnten sich lediglich 5 Fonds auch im langfristigen Vergleich (10 Jahre) im Top-Dezil positionieren.



## Hinweis

Diese Unterlage basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger. Sie ist weder ein Anbot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die Anlagegrundsätze der Fonds können zukünftigen Änderungen unterworfen sein. Auf die Einhaltung von Anlagegrundsätzen und Anlagezielen sowie der Nachhaltigkeitskriterien einzelner Fonds, insofern es sich um freiwillige und nicht in den jeweils gültigen Prospekten festgelegte Beschränkungen handelt, besteht daher kein Rechtsanspruch. Erhaltene Auszeichnungen, Preise und Ähnliches (wie z.B. Morning Star Rating) lassen keine Rückschlüsse auf die Zukunft zu, da sie für die Vergangenheit verliehen werden. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Performance. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen ("KID", "KIID") sind in deutscher Sprache auf der Homepage [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at) (Fonds) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AG, Heßgasse 1, 1010 Wien, als Depotbank kostenlos erhältlich. Die auf Basis der geprüften Rechenschaftsberichte erstellten steuerlichen Behandlungen werden unter [www.securitykag.at](http://www.securitykag.at) (Fonds) veröffentlicht.

Bitte beachten Sie auch die besonderen Risikohinweise der Fonds auf unserer Homepage.



Security Kapitalanlage AG, Firmenbuchnummer: FN 37724 b

A- 8010 Graz, Burgring 16, Tel: +43 0316 80 71-0, Fax +43 0316 80 71-2290

Aktiengesellschaft mit Sitz in: politischer Gemeinde Graz, Firmenbuchgericht: LG für ZRG Graz