



	ISIN	Aufgelegt am	Letzter NIW	Ertrag Q4 2025	Ertrag 2025	Seit Auflegung
Lansdowne Endowment Fund			31.12.2025			p.a.
Anteilsklasse D1 (Seed)	LU1946060875	11. Jun '19	€ 1.509,54	+2,6%	+7,7%	6,5%
Anteilsklasse F - EUR	LU1946062061	29. Okt '19	€ 1.449,68	+2,5%	+7,5%	6,2%
Anteilsklasse Ca-EUR	LU2360079011	17. Sep '24	€ 1.079,36	+2,4%	+6,9%	8,6%
Anteilsklasse P - EUR	LU1946062574	26. Nov '19	€ 1.381,70	+2,5%	+7,1%	5,4%
Anteilsklasse A - EUR	LU1946059513	12. Okt '21	€ 114,24	+2,3%	+6,5%	4,6%
Anteilsklasse F - CHF	LU1946062145	24. Aug '21	CHF 1.126,21	+2,0%	+5,8%	2,8%
Anteilsklasse P - CHF	LU1946062657	20. Nov '24	CHF 1.057,99	+1,8%	+5,2%	5,2%

Rückblick auf 2025

Sehr geehrte InvestorInnen, Geschäftspartner und Freunde,

Das Jahr 2025 brachte eine Reihe überraschender Entwicklungen mit sich. Weder die Wirtschaftspolitik noch die Reaktion des Marktes darauf verliefen so, wie es die meisten Anleger erwartet hätten. Dennoch war es ein weiteres gutes Jahr für uns.

Sie fragen sich wahrscheinlich, genau „wie gut“ es war. Wie Abbildung 1 zeigt, beurteilen wir die Qualität unserer Leistung in der Regel anhand von zwei Vergleichsgrößen:

- 1) Unsere offizielle Benchmark² gemäß Börsenprospekt¹, die wir in unseren Monatsberichten regelmäßig zeigen; und
- 2) die Performance des durchschnittlichen Vergleichsfonds der Peergruppe, definiert und fortlaufend aktualisiert von Morningstar³.

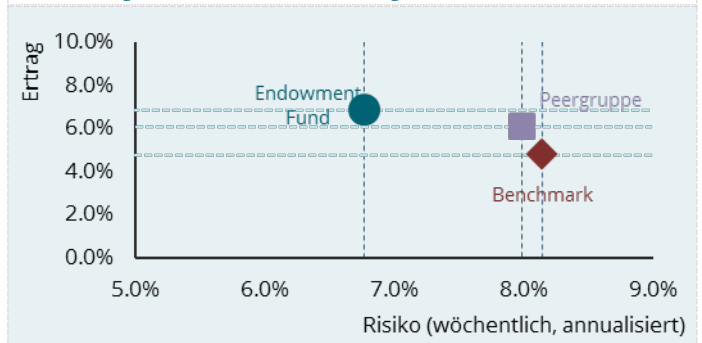
Wir freuen uns festhalten zu können, dass der Endowment Fund im Jahr 2025 sowohl seine Benchmark als auch die Vergleichsgruppe übertroffen hat, und das bei deutlich geringerer Volatilität.

Auf den folgenden Seiten analysieren wir, wie einzelne Elemente unseres Anlageprozesses zu diesem Ergebnis beigetragen haben.

Unsere Diskussion wirft auch Licht auf eine wichtige Frage über die Zukunft aktiven Managements.

Martin Friedrich, Portfolio Manager

Abbildung 1: Risiko versus Ertrag 2025



Source: Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft. Berechnung basiert auf der P-EUR Klasse. Performance variiert je nach Gebühr für andere Anteilsklassen (siehe Prospekt¹). Darüber hinaus können Provisionen, Gebühren und andere von Dritten erhobene Kosten die Erträge mindern.

¹ Verfügbar unter: <https://www.fundinfo.com/de/>

² 50% MSCI World Net Return (EUR) und 50% Bloomberg Global Aggregate (EUR-hedged)

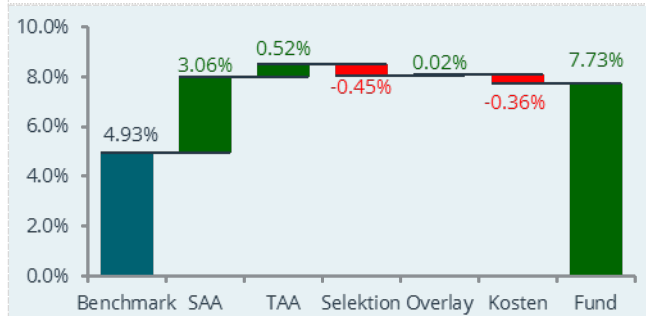
³ Morningstar peer group = Euro Moderate Global Target Allocation. Dieses Universum umfasst über verschiedene 660 Multi-Asset Strategien

Benchmarking

In der Performanceanalyse fokussieren wir auf den – bereits vorgestellten – Referenzindex des Fonds. Dieser Vergleich ist besonders treffend, weil die Anlagestrategie des Endowment Funds direkt darauf abstellt, eben diesen Index zu übertreffen. Die Peergruppe eignet sich weniger: Sie ist die Summe eigenständiger, heterogener Strategien, deren Vergleichbarkeit wir nur grob anhand von Risikokennzahlen beurteilen können (Abbildung 1).

Abbildung 2 zeigt, wieviel die verschiedenen Anlageprozess-Schritte zum Endergebnis des letzten Jahres beigetragen haben. (Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass unsere eigenen Gebühren nicht berücksichtigt sind, da der Fonds

Abbildung 2: Wertbeitrags-Analyse 2025⁴



Quelle: Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Darstellung enthält keine von Lansdowne Partners Austria erhobene Gebühren. Unterschiedliche Anteilklassen haben verschiedene Gebühren, siehe Prospekt¹. Darüber hinaus können Provisionen, Gebühren und andere von Dritten erhobene Kosten die Erträge mindern. Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft.

mehrere verschiedene Anteilklassen mit unterschiedlichen Gebührenstufen anbietet.)

Durch Vergleich der einzelnen Balken in diesem Wasserfall-Diagramm können Sie rasch feststellen, dass unsere Allokationsentscheidungen für die Anleger von Vorteil waren, während die Auswahl der Manager und die Kosten die Performance beeinträchtigt haben (Einzelheiten hierzu finden Sie im Anhang).

Wir könnten nun diese Outperformance weiter analysieren, wollen dieses Mal aber das Gegenteil tun. Denn es lohnt sich, die etwa 0,5% Underperformance unseres Managerauswahlprozesses zu verstehen. Tauchen wir also ein in die Dynamik hinter Erfolg und Misserfolg in der Fondsbranche.

Aktives Management im Jahr 2025

Wir beginnen damit, die Out- und Underperformance der Selektion auf einzelne Assetklassen herunterzubrechen. Wir können so erkennen, wo aktives Management funktioniert hat und wo nicht. Tabelle 1 zeigt hierzu zwei Zeithorizonte: Das Jahr 2025, und die letzten 5 Jahre.

Die Zahlen in der Spalte “2025” zeigen, wie unsere Manager relative zu dem von uns verwendeten Maßstab abgeschnitten haben. Kurz gesagt, wir haben mit Aktien und Absolute Return weniger verdient als theoretisch erforderlich, dafür aber in allen anderen Kategorien überperformt. Zur besseren Einordnung dieser Ergebnisse zeigen wir in Spalte drei den längerfristigen 5-Jahres Kontext. Dennoch interessiert es uns natürlich, warum einige der von uns so sorgfältig ausgewählten Strategien 2025 nicht gezogen haben.

Der nächste Schritt besteht darin, zu überprüfen, ob unsere Selektions-Entscheidungen schlecht waren oder ob andere Faktoren eine Rolle gespielt haben. Da Aktien (ob ihrer hohen Gewichtung) den größten singulären Einfluss auf unser Ergebnis hatten, konzentrieren wir uns auf diese Anlageklasse. Bei der Betrachtung der Performance ALLER verfügbaren Manager in jedem einzelnen Universum stellten wir fest, dass unsere Auswahl an Aktienmanagern in 8 von 13 Kategorien tatsächlich besser lag als ihre Vergleichsgruppen. Die Erkenntnis: Auf gewichteter Basis übertraf unser Portfolio also im Schnitt die Performance der investierbaren Alternativen.

Tabelle 1: Relative Performance nach Assetklasse⁵

Assetklasse	2025	2021-25
Aktien, aggregiert	-1,9%	+1,3%
Anleihen, aggregiert	+2,5%	+3,3%
Hybridanlagen, aggregiert	+1,0%	+5,7%
Absolute Return	-2,9%	+3,4%
Versicherungsgebundene	+0,7%	-1,1%
Rohstoffe	+0,3%	-4,0%
Gold	+2,5%	+3,2%

Quelle: Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft.

⁴ Zahlen gerundet, um Einfluss von Messfehlern zu eliminieren. SAA = Strategische Allokation; TAA = Taktische Allokation

⁵ Kumulative Outperformance, dargestellt relative Assetklassen-Benchmark gemäß Anlagepolitik des Endowment Funds. Details auf Anfrage.

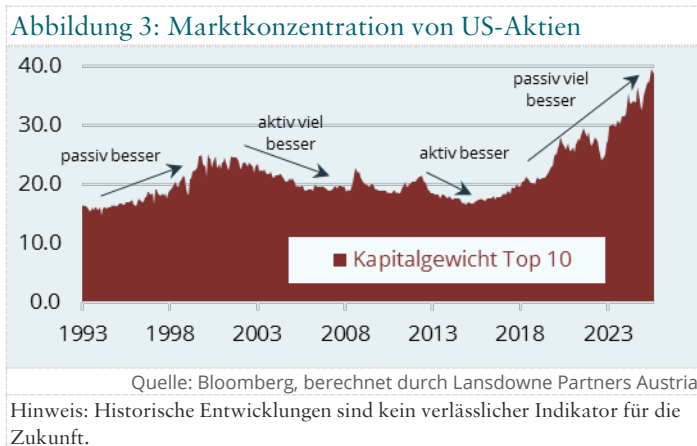
Das Thema war also nicht unsere Auswahl, sondern dass 2025 insgesamt ein schlechtes Jahr für aktives Aktien-Management war. Diese Erkenntnis ist nicht besonders überraschend und wurde von der Finanzpresse bereits vielfach aufgegriffen⁶. Es hat Investoren weltweit dazu veranlasst, in noch nie beobachtetem Ausmaß in passive Implementierungsoptionen zu wechseln.

Natürlich fragen wir uns, ob wir dasselbe tun sollten. Die Antwort lautet eindeutig „Nein!“. Lassen Sie uns erklären, warum.

Marktkonzentrationszyklen

Das Problem bei aktivem Management im Jahr 2025 rührt daher, dass eine kleine Gruppe von Technologie-Superaktien einen überproportionalen Anteil der Erträge lieferte. Dies war insbesondere im US-Aktienmarkt der Fall, wo ein Index der zehn höchst-kapitalisierten Aktien eine Outperformance von fast 7,0% erzielte (und, nach unseren Berechnungen, seit Auflage unseres Fonds über 60% vorne liegt).

Diese interne Dynamik des Aktienmarktes hat zu der in Abbildung 3 dargestellten Situation geführt. Laut Bloomberg belief sich die Marktkapitalisierung der zehn größten Titel Ende Oktober 2025 auf einen Rekordwert von 39,4% des gesamten Aktienmarktes.



Dies ist für unsere Diskussion von großer Bedeutung, da aktive Manager fast per Definition diese größten Namen untergewichten, damit sie nach Chancen in anderen Teilen des Marktes suchen können. Rein mathematisch können wir dies anhand unseres eigenen Portfolios belegen: Seit Anfang 2024 weist die relative Performance unseres US-Aktienportfolios eine negative Korrelation von 75% mit der Out- oder Underperformance S&P Top 10-Index auf.

Wir hatten also die Idee, die Analyse aktiven Managements ohne den Einfluss dieser offensichtlich sehr wichtigen Einflussgröße vorzunehmen. Auf diese Weise kann die

Frage beantwortet werden, ob aktives Management langfristig tatsächlich funktioniert. Wir vermuten stark, dass der Prozess der Konzentration des US-Aktienmarktes irgendwann zu Ende gehen wird. In diesem Fall sollten wir am aktiven Management genau dann (und nur dann) festhalten, wenn wir nachweisen können, dass in Zeiträumen, über welche sich die Marktkonzentration nicht verändert hat, ein aktiver Ansatz besser abgeschnitten hat als der Index.

Hier mussten wir zunächst festlegen, wie „aktives Management“ quantifiziert werden kann. Wir haben dazu zwei Ideen:

- Berkshire Hathaway, die Firma von Warren Buffett: Obwohl Buffet mittlerweile im Ruhestand ist, verkörperte er über 60 Jahre, was die meisten Anleger unter aktivem Management verstehen. In seinen jährlichen Briefen verglich er öffentlich die Performance von Berkshire mit dem S&P500. Wir glauben deshalb, dass dies die Berkshire-Aktie zu einem höchst geeigneten Maßstab für aktives, fundamental orientiertes Management macht.
- Ein gleichgewichteter Index aller Aktien im S&P 500: Wir haben dieses „Näherung für aktives Management“ bereits in unserem Newsletter vom Juli 2025 diskutiert. Eine Strategie der Gleichgewichtung mit regelmäßiger Rebalancierung ist zwar keine besonders aktive Strategie, sie spiegelt jedoch die Chancen wider, die aktive Manager IM DURCHSCHNITT nutzen. Außerdem handelt es sich um einen leicht zugänglichen und damit unstrittigen Referenzwert.

Wir verglichen also den Gesamtertrag unserer zwei Stellvertreter mit dem S&P500, und zwar über Zeiträume, welche so gewählt wurden, dass sie auf demselben Niveau der Marktkonzentration begannen und endeten (siehe Abbildung 3; wir wählten äqui-distante Datenpunkte mit Niveaus von 17, 19, 21, 23 und 25). Die Ergebnisse fasst Tabelle 2 zusammen, mit einer klaren Schlussfolgerung: Aktives Management hat Schwierigkeiten, wenn die Marktkonzentration stark zunimmt. Es ist umso erfolgreicher, wenn sie abnimmt. Über Zeiträume, in denen die Änderung der Marktkonzentration keinen Einfluss

⁶ Siehe zum Beispiel Bloomberg News, *Brutal Year for Stock Picking Spurs Trillion-Dollar Fund Exodus* - von Isabelle Lee und Alexandra Semenova.

auf das Ergebnis haben konnte, gewannen unsere aktiven Stellvertreter jedes einzelne Mal. Im Durchschnitt betrug die Differenz rund 2,0% pro Jahr.

Tabelle 2: Aktives Management versus Index-Ertrag (S&P500)

Beginn	Konzentration (in Prozent)	Ende	Konzentration (in Prozent)	Anzahl Jahre	Relative Performance (annualisiert)	
					Berkshire Hathaway	Gleichgewichtung
Dez 1995	16,8	May 2015	16,9	19,4	1,6%	2,1%
Mar 2006	19,0	Jun 2010	19,0	4,2	10,4%	1,8%
Feb 1999	21,0	Apr 2019	21,2	20,2	1,3%	2,8%
Jan 2001	23,0	Jan 2020	23,0	19,0	1,9%	2,0%
Feb 2000	25,0	Mai 2020	25,0	20,2	3,3%	2,7%
Median					1,9%	2,1%

Quelle: Bloomberg, Berechnung durch Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft.

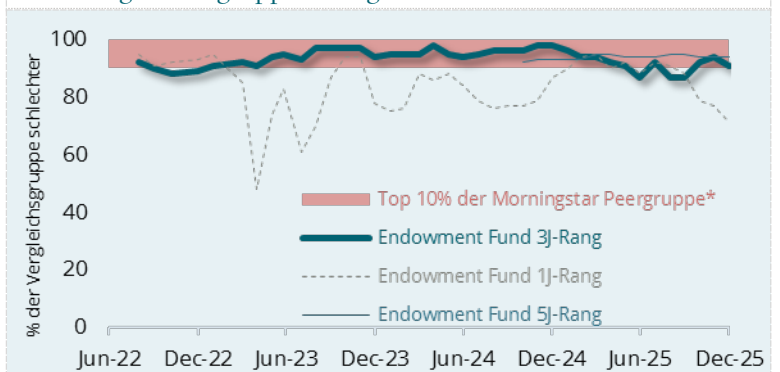
Unser Fazit lautet daher, dass eine Entscheidung zugunsten einer passiven Indexierung im Grunde wenig mehr ist als eine Wette auf einen weiteren Anstieg der Marktkonzentration (welche bereits heute ein unkomfortabel hohes Niveau erreicht hat). Somit halten wir an unserem aktiven Ansatz fest.

Schlussfolgerung

Im Vorjahr rentierte der Endowment Fund sowohl über seiner Benchmark als auch oberhalb seiner Vergleichsgruppe. Im Rahmen der Attributionsanalyse zeigten wir, dass strategische und taktische Allokationsstrategien 2025 besonders effektiv waren, während die Selektion aktiver Manager gemischte Ergebnisse brachte und die Performance insgesamt beeinträchtigte. Wir zeigten weiters, dass dieser Rückschlag mit einer beschleunigten Outperformance von Mega-Cap-Unternehmen korreliert, eine Entwicklung, die sich unserer Meinung nach wahrscheinlich nicht wiederholen wird und mittelfristig sogar umkehren dürfte (Rückkehr der Marktkonzentration zum langjährigen Mittel). Wir sind daher sehr zuversichtlich, dass sich unser aktiver Ansatz bei der Wertpapierauswahl auch in Zukunft auszahlen wird, wie dies bereits in den letzten fünf Jahren der Fall war.

Was die Vergleichsgruppe angeht, Morningstar dokumentiert fortlaufend unsere relative Position gegenüber den investierbaren Alternativen. Das Ergebnis ist in Abbildung 4 grafisch zusammengefasst: Über rollierende Zeiträume von drei und fünf Jahren hat sich der Endowment Fund innerhalb oder nahe dem obersten Dezil seiner Vergleichsgruppe bewegt, und diese Performance bei unterdurchschnittlichem realisiertem Risiko erzielt.

Abbildung 4: Peergruppen Rang im Zeitverlauf



Quellen: Morningstar Direct, Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Darstellung basiert auf der ältesten Anteilsklasse, für die keine Gebühren anfallen. Verschiedene Anteilsklassen haben unterschiedliche Gebühren und Aufwendungen (siehe Prospekt⁷), welche das Ranking beeinträchtigen. Darüber hinaus können Provisionen, Gebühren und andere Kosten, die von Dritten erhoben werden, die Rendite mindern. Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die Zukunft.

⁷ Verfügbar hier: <https://www.fundinfo.com/>

Appendix

Abbildungen 5-7 zeigen die Beiträge der Investmentprozess-Schritte im zeitlichen Verlauf des Jahres 2025.

Abb. 5: Strategische Allokation⁸



Abb. 6: Taktische Allokation⁸



Abb. 7: Managerauswahl⁸



Source: Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft.

⁸ geglättet, 5-tägiges gleitendes Mittel

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument stellt eine Marketingmitteilung dar. Diese Marketingmitteilung wurde nicht in Übereinstimmung mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Das Dokument, die darin enthaltenen Informationen und alle mündlichen oder sonstigen schriftlichen Informationen, die offengelegt oder zur Verfügung gestellt werden, sind streng vertraulich und dürfen ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Lansdowne Partners Austria GmbH ("Lansdowne") weder an andere Personen oder Einrichtungen weitergegeben noch kopiert, vervielfältigt oder in irgendeiner Form, ganz oder teilweise, weitergegeben werden. Dieses Dokument bezieht sich auf den Multiflex SICAV - Lansdowne Endowment Fund, bei dem Lansdowne Partners Austria der Investmentmanager ist (der "Endowment Fund").

Dieses Dokument wird von Lansdowne herausgegeben. Lansdowne ist von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) zugelassen und wird von der FMA beaufsichtigt. Die Inhalte des Dokuments stellen keine Finanz-, Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung dar, und die Empfänger des Dokuments ("Empfänger") dürfen sich nicht darauf verlassen, dass es irgendeine Form der Beratung darstellt. Empfänger, die eine Investition in den Endowment Fund in Erwägung ziehen, sollten ihre eigene unabhängige Beratung in Anspruch nehmen. Lansdowne erbringt weder eine Anlageberatung für Empfänger des Dokuments, noch nimmt es Aufträge von diesen Empfängern entgegen und leitet diese weiter, noch führt es andere Aktivitäten mit oder für diese Empfänger durch, die "MiFID- oder gleichwertige Drittlandgeschäfte" darstellen.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung, ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf oder eine Aufforderung zur Beteiligung an einer Anlagetätigkeit (einschließlich des Kaufs oder der Anlage in Anteile oder Beteiligungen an einem Fonds) oder ein Angebot oder eine Platzierung von Anteilen an einem Fonds dar, noch ist es oder die Tatsache seiner Verteilung Grundlage eines Vertrages oder darf im Zusammenhang mit einem solchen Vertrag herangezogen werden. Weitere Informationen über den Endowment Fund, einschließlich einer Erörterung der Risiken einer Anlage in den Endowment Fund, sind im Verkaufsprospekt und im KID des Endowment Fund enthalten. Die Empfänger sollten diese Dokumente, die auf der Website der Verwaltungsgesellschaft (Carne Global Fund Managers (Luxembourg) S.A.) kostenlos zugänglich sind, bei der Entscheidung über eine Anlage in den Endowment Fund berücksichtigen.

Die in diesem Dokument angegebenen Finanzkennzahlen spiegeln die aktuellsten Daten zum Zeitpunkt der Ausgabe wider. Solche Parameter können sich - u. a. aufgrund von Preisanpassungen oder dem Erhalt genauerer Daten - jederzeit ändern. Bei den geäußerten Meinungen handelt es sich ausschließlich um die gegenwärtige Interpretation von Lansdowne, welche die vorherrschenden Marktbedingungen und bestimmte Annahmen (die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen) widerspiegeln. Daher sind die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen unverbindlich und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Empfänger sollten sich darüber im Klaren sein, dass der Wert einer Anlage und die Erträge daraus sowohl steigen als auch fallen können, und dass das Kapital eines Anlegers in den Endowment Fund einem Risiko unterliegt und dass der Anleger bei Rückgabe oder Entnahme seiner Anlage möglicherweise nicht den vollen von ihm investierten Betrag zurückerhält. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse und stellt keine Garantie dafür dar. Darüber hinaus kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursschwankungen steigen oder fallen.

Der Endowment Fund wird nicht an einer Börse gehandelt, so dass es für einen Anleger schwierig sein kann, über diese Anlage anders als durch Rückgabe von Anteilen zu verfügen oder verlässliche Informationen über das Ausmaß der Risiken zu erhalten, denen seine Anlage ausgesetzt ist.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die Lansdowne für zuverlässig hält, die aber nicht unabhängig überprüft wurden. Soweit gesetzlich zulässig und gemäß den Regeln und Leitlinien der FMA in der jeweils gültigen Fassung wird festgehalten: (i) Weder Lansdowne, noch der Endowment Fund, noch die mit Lansdowne und/oder dem Endowment Fund verbundenen Unternehmen, Direktoren, Partner, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter (zusammen "Relevante Personen") geben eine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit des Inhalts dieses Dokuments; und (ii) keine Relevante Person übernimmt irgendeine Verantwortung oder Haftung für entgangenen Gewinn, indirekte oder sonstige Folgeschäden oder sonstige wirtschaftliche Verluste, die einer Person aus dem Vertrauen auf eine in diesem Dokument enthaltene Information, Aussage oder Meinung entstehen (unabhängig davon, ob solche Verluste durch die Fahrlässigkeit der Relevanten Person oder anderweitig verursacht wurden). Alle Informationen in diesem Dokument entsprechen dem momentanen Datenstand (siehe Datum des Informationsdokuments) und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung oder sonstige Veröffentlichung solcher Änderungen geändert werden. Jede Relevante Person kann Beteiligungen am Endowment Fund haben oder gehabt haben und kann jederzeit Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Beauftragter tätigen oder Unternehmensfinanzierungs- und/oder andere Beratungs- oder Finanzdienstleistungen für den Endowment Fund erbringen oder erbracht haben.

Dieses Dokument ist vertraulich und ausschließlich für die Verwendung durch die Person, Personen oder Körperschaften bestimmt, die die Staatsangehörigkeit eines Staates oder Landes besitzen bzw. ihren Wohnsitz, Sitz oder eingetragenen Firmensitz in einem Staat oder Land haben, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung des Dokuments nicht gegen Gesetze oder andere Vorschriften verstößt. Es richtet sich an Anleger/beauftragte Vermittler, die über das Wissen und die finanziellen Kenntnisse verfügen, um die mit den beschriebenen Anlagen verbundenen Risiken zu verstehen und zu tragen.

Lansdowne Partners Austria GmbH
Wallnerstrasse 3 / 21
1010 Vienna, Austria

Telephone: +43 1 22 789 0
Fax: +43 1 22 789 8601
E-mail: infolpa@lansdownepartners.com