

## Raten Rater Ratings?

*Nehmen wir einmal an, Sie möchten Geld in einen oder mehrere Investmentfonds anlegen. Wie gehen Sie dann vor? Nach welchen Kriterien suchen Sie den oder die Fonds aus, denen Sie Ihr Geld anvertrauen?*

Wie Sie vorgehen, wissen wir nicht, aber wir wissen, wie die Mehrzahl der Anbieter und leider auch der Berater vorgehen. Das wissen wir aus Statistiken und Umfragen. Der weitaus größte Teil von Anlegern und Anlageberatern verlässt sich bei der Auswahl von Investmentfonds wesentlich auf die Benotungen von Ratingagenturen wie Morningstar, Feri Rating, Euro Fondsnote u. a. Die Werbung der Ratingagenturen suggeriert auch klar: Mit gut benoteten Fonds fährt ein Anleger auch gut und verdient gutes Geld. Gute Fondsnoten von Ratingagenturen erhöhen den Absatz von Fondsanteilen signifikant, sind also auch ein starkes Werbeargument der Fondsgesellschaften. Ohne gute Fondsnoten gibt's nur wenig neues Geld für Fonds. Höchste Zeit also einmal die Qualität und Aussagekraft von Fondsratings zu analysieren.

Exemplarisch haben wir uns drei in Deutschland sehr bekannte Ratingagenturen herausgegriffen und an markanten Fondsbeispielen geprüft, wie verlässlich Ratings sind und welchen Nutzen Anleger daraus ziehen können. Wir verwendeten dafür rollierende 3-Jahres-Anlagezeiträume. Das ist nach unserer Erfahrung ein praxisnaher Zeitraum, der einer sinnvollen Mindesthaltedauer-Empfehlung entspricht und Verzerrungen durch kurzfristige Kursschwankungen vermeidet.

Am Beispiel des sehr bekannten Fondsklassikers Templeton Growth Fund werden wir Ihnen zeigen, dass die Ratings von Morningstar, Feri Trust und Euro Fondsnote – zumindest bei den von uns untersuchten Stichproben – häufig schwer nachvollziehbar sind und vor allem keinen Prognosewert haben.

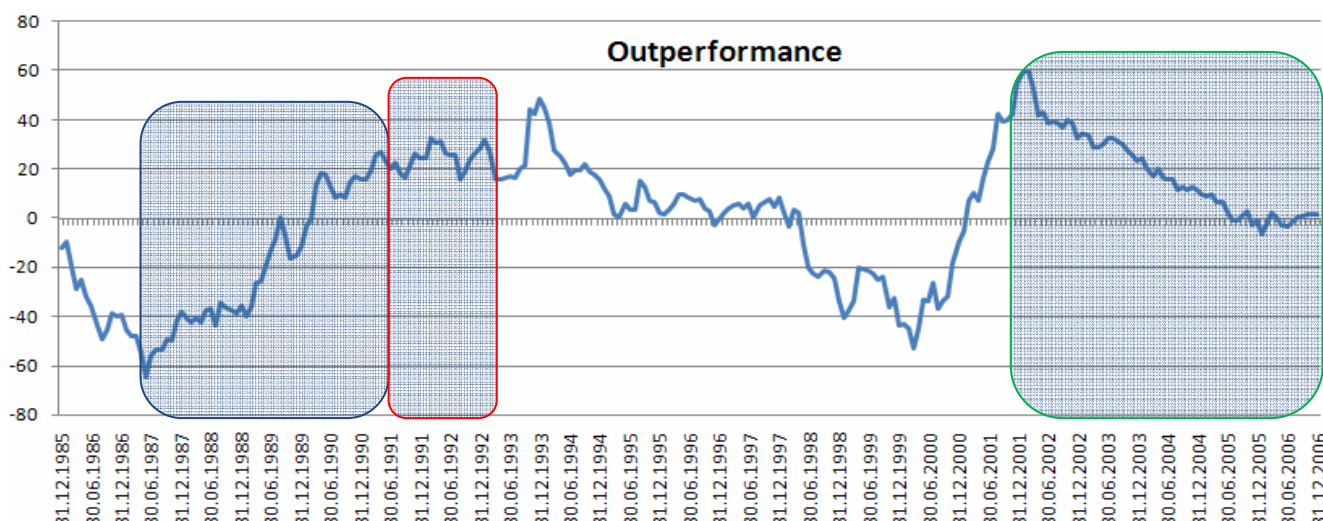
Morningstar, die größte und bekannteste Ratingagentur in Deutschland, möchte laut eigener Beschreibung mit dem Bewertungsverfahren „nicht nur Auskunft über das Verhältnis von Wertentwicklung und Risiko, sondern

auch über die Beständigkeit der Performance im Vergleich zu den Investmentfonds der Wettbewerber in derselben Kategorie“ geben. Die erzielte Performance soll dabei in Verbindung mit dem eingegangenen Risiko und den anfallenden Kosten betrachtet und mit den Fonds der gleichen Vergleichsgruppe verglichen werden. Je besser der Fonds gegenüber seinem direkten Vergleichsumfeld abschneidet, desto mehr Sterne bekommt er im Ratingverfahren.

Im ersten Schritt haben wir dazu in Abb.1 die Out-/Underperformance des Templeton Growth Fund in Relation zu seiner Benchmark, dem MSCI-World, in der Zeit von 1985 bis 2006 untersucht.

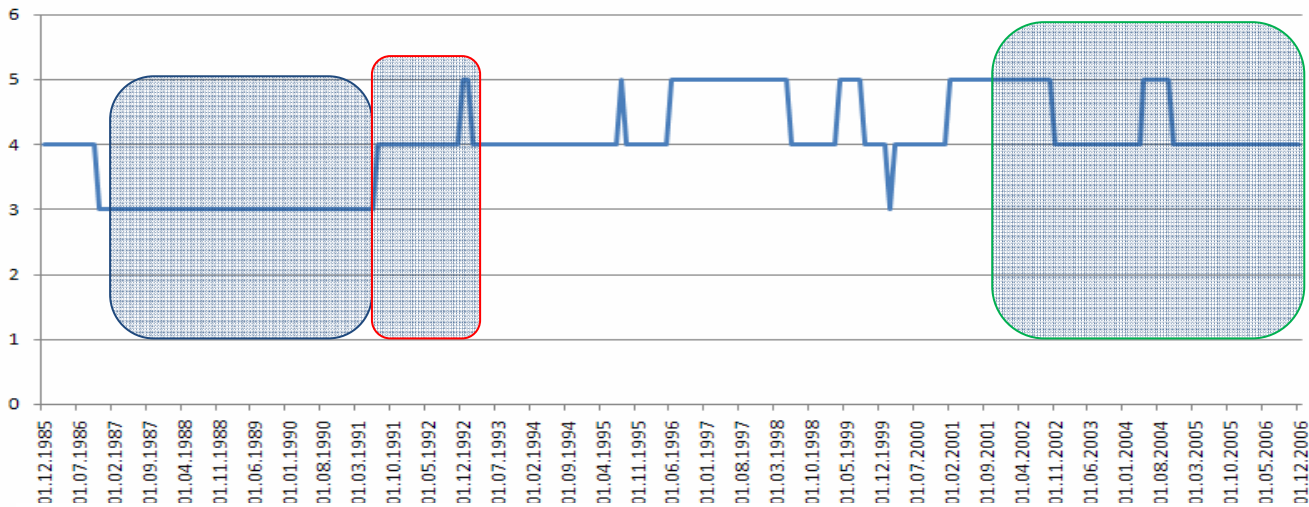
Im zweiten Schritt haben wir in Abb. 2 geprüft, wie sich die Bewertung des Fonds in diesem Zeitraum verändert hat: In diesen beiden Charts sind drei auffällige Betrachtungszeiträume markiert, in denen das Rating und die Leistung des Fonds wenig bis überhaupt nicht im Zusammenhang stehen. Mitte 1987, als der Fonds um schlappe 60 % unter der Benchmark performte, erhielt er die „Mittelnote“ 3.

Die



**Abb 1:** Out-/Underperformance Templeton Growth Fund vs. MSCI world

### Morningstar-Rating



ab-

**Abb. 2:** Morningstar Rating des Templeton Growth Fund im Betrachtungszeitraum

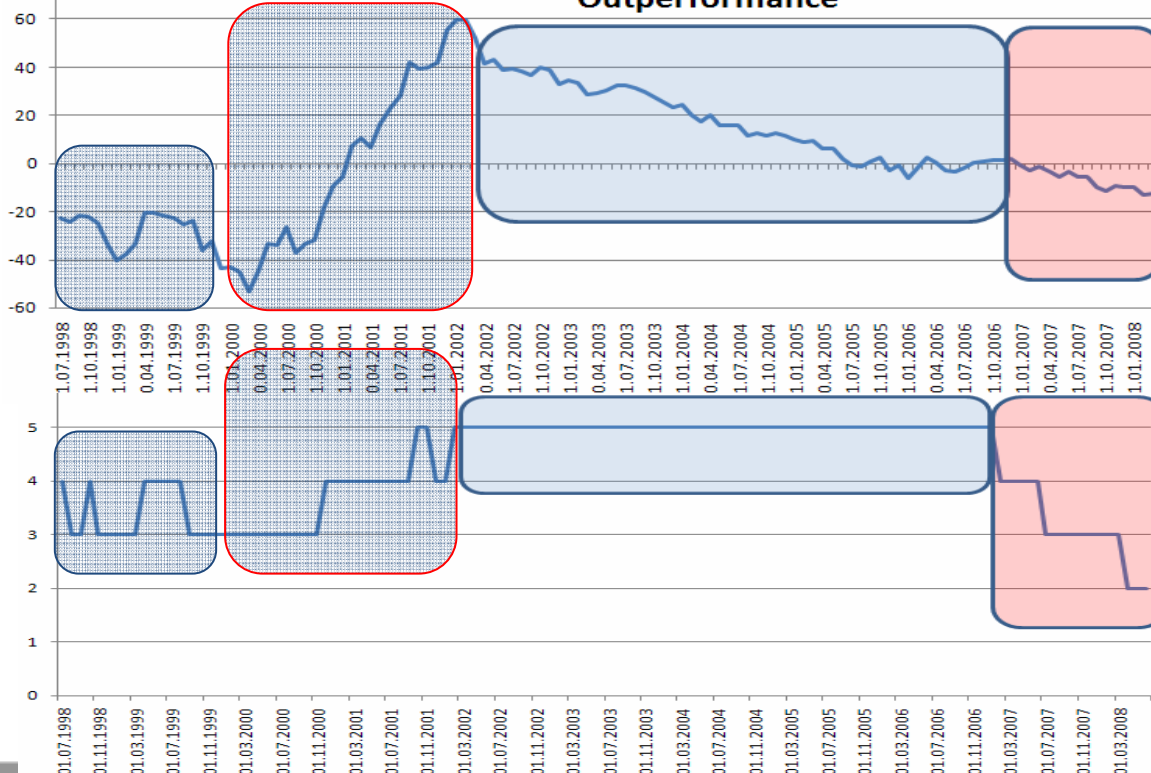
anschließende signifikante Ergebnisverbesserung des Fonds bis zu einer Outperformance von mehr als 20 % änderte an der Bewertung von Morningstar nichts. Im zweiten (rot umrandeten) Betrachtungszeitraum von ungefähr anderthalb Jahren blieb die Outperformance recht konstant im Bereich 20–30 %.

Warum der Fonds im Frühjahr 1991

und im Herbst 1992 jeweils um einen Stern besser benotet wurde, war für uns nicht nachvollziehbar. Im dritten abgebildeten Zeitraum (grün umrandeten), der von Mitte 2002 bis Ende 2006 verläuft, reduzierte sich die Outperformance stetig und gleichmäßig von fast 60 % auf Null. Dieser kontinuierliche Kursverfall wird nur mit einer einzigen Herabstufung auf vier Sterne

gebildet. Warum der Fonds bei klar absteigender Tendenz in dem Zeitraum auf die Bestnote „5-Sterne“ angehoben wird, ist aus unserer Sicht nicht nachvollziehbar. Als Einwand gegen unsere Kritik könnte Morningstar anführen, dass die Benotung wesentlich darauf abstellt, wie gut ein Fonds relativ zu seiner Peer-Gruppe abschneidet. Da fragen wir uns aber,

### Outperformance



**Abb. 3:**  
Outperformance  
Templeton Growth  
Fund vs. MSCI World

**Abb. 4:** Ratingnoten  
Templeton Growth  
Fund

ob das eine relevante Größe für einen Anleger ist. Nach unserer Erfahrung sind Anleger viel mehr an der absoluten Performance interessiert und die wird nach unten gemessen an der Null-Linie und nach oben an einem gängigen Aktienindex, i. d. R. dem DAX, weil der jeden Tag in den Nachrichten zu sehen ist und im besten Fall noch am MSCI-World.

Wie sieht's mit den anderen untersuchten Ratern aus?

Feri Rating bewertet mit seinem Verfahren vor allem das Management eines Investmentfonds und dessen Beitrag sowohl zur Outperformance als auch zur Risikominderung. Je besser ein Fonds gegenüber seiner Vergleichsgruppe abschneidet, desto besser wird das Rating, welches aus Noten von A–E besteht, wobei A („sehr gut“) die beste und E („schwach“) die schlechteste Einstufung darstellen.

Von Feri konnten wir Bewertungen für den Templeton Growth Fund nur für den Zeitraum Mitte 1998 bis 2008 erhalten.

Auch bei Feri konnten wir die Benotung nur schwer nachvollziehen: Mitte 1998 verwundert es, dass trotz der permanent größer werdenden Underperformance zeitweise die zweitbeste Einstufung erteilt wird. Als sich die Outperformance von Frühjahr 2002 bis Herbst 2006 von fast 40 % auf Null reduziert, bleibt der Fonds auf seiner Bestbewertung stehen. Für Feri scheint es keinen Unterschied zu machen, ob der Fonds etwa zwei Jahre eine Outperformance zwischen 20-40 % schafft oder ob er sich länger als ein Jahr um

die 0 % bewegt. Erst als der Fonds underperforms und die Underperformance höher wird, reduziert Feri seine Bewertung bis auf die zweitschlechteste Note „D“. Wir fragen uns, warum der Fonds bei weniger als 20 % Underperformance mit „D“ geratet wird, aber bei 60 % Underperformance noch mit respektablem „C“?

Ein weiteres Rating im folgenden Vergleich ist die Euro-Fondsnote der Axel Springer Finanzen Verlag GmbH zusammen mit der FondsConsult AG. Diese (Schul-)Note setzt sich ebenfalls aus drei qualitativen und drei quantitativen Kriterien zusammen und je höher die Note, desto schlechter ist der Fonds. Wie bei Feri wird das Rating aus einem Performance- und einem Risikoindikator gebildet.

Für die Betrachtung der Euro-Fondsnoten lagen uns nur begrenzte Daten ab dem Jahre 2002 vor.

Abb. 5 zeigt: Die historischen Fondsnoten bilden die Leistung des Templeton-Fonds in diesem Betrachtungszeitraum perfekt ab. Die zunehmende schlechte Leistung des Fonds wird mit einem kontinuierlich schlechter werdenden Rating quittiert.

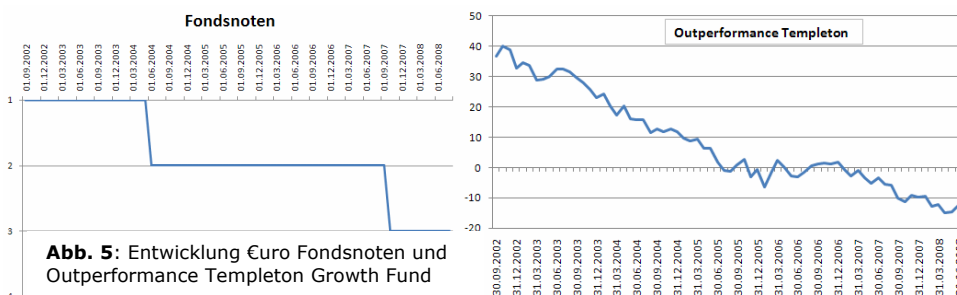
Aber jetzt mal unter uns: Um die schlechter werdende Leistung des Fonds zu erkennen, dafür hätten Sie doch kein aufwändiges und für die Fondsgesellschaft teures Rating benötigt. Dafür hätte Ihnen wahrscheinlich auch der Chart mit der Wertentwicklung der Out-/Underperformance genügt.

**Fazit:**

Neben dem Templeton Growth Fund haben wir die Bewertung von weiteren Fonds, wie z. B. dem FMM Fonds, dem INVESCO Japanese Small/Mid Cap Equity Fund, dem Metzler Wachstum International und anderen Fonds untersucht. Nahezu immer hatten wir den Eindruck, dass die Ratings genauso gut mit dem Würfel hätten ermittelt werden können wie mit den aufwändigen Verfahren der Ratinggesellschaften. Im besten Fall entsprachen die Ratings folgendem Verfahren zur Wetterprognose: Sie strecken den Arm aus dem Fenster und fühlen: Es ist nass und kalt. Sie konstatieren und prognostizieren: „Es regnet und wird deshalb in den nächsten sechs Wochen auch regnen.“ Oder Sie fühlen: Es ist trocken und warm. Sie konstatieren und prognostizieren: „Die Sonne scheint und das wird sie auch in den nächsten sechs Wochen.“

Aber vielleicht gibt es auch ganz einfache Erklärungen für die mit gesundem Menschenverstand nur schwer nachvollziehbaren Ratings. So war in der FAZ vom 10.07.2008 zu lesen: „Börsenaufsicht SEC deckt fragwürdige Bewertungspraxis der Ratingagenturen auf. Die amerikanische Börsenaufsicht SEC hat in einem Untersuchungsbericht fragwürdige Praktiken der großen Kreditbewertungsagenturen angeprangert.“

*Ulrich Hahn / Wolfgang Spang*



**Abb. 5:** Entwicklung Euro Fondsnoten und Outperformance Templeton Growth Fund

Der 37 Seiten lange Bericht deckt Interessenkonflikte bei den Agenturen auf und stellt fest, dass bei der Bewertung von Wertpapieren durch Ratingagenturen auch die daraus resultierenden Einkünfte eine Rolle spielten. Das steht in krassem Gegensatz zu dem Anschein der Unabhängigkeit, den sich die Agenturen bisher immer gegeben hatten [...]"

Nicht vergessen werden sollte in dem Zusammenhang, dass viele von den Fondsratingagenturen auch die strukturierten Hypothekepakete mit Bestnoten versehen hatten, die sich dann im Zuge der Finanzkrise als hochrisikante und verlustreiche „toxische Wertpapiere“ entpuppten.

Wir bleiben bei unserer Meinung, dass die Analyse von rollierenden Drei- und Fünfjahreszeiträumen für private Anleger sehr viel bessere Fondsauswahlergebnisse liefert als die Noten der diversen Ratingagenturen. Die rollierenden Jahresdurchschnitte haben den Vorteil, dass die absolute Performance und nicht nur die relative Outperformance gegenüber einem Vergleichsumfeld abgebildet wird. Für einen Anleger ist diese Betrachtung viel sinnvoller, da er sofort erkennen kann, ob der Fonds im Betrachtungszeitraum Gewinne oder Verluste erzielte.

**Autoren:**

Ulrich Hahn/Wolfgang Spang