

Greg Davies, New Vistas in Risk Profiling.

<https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2017/new-vistas-in-risk-profiling>

Zusammenfassung v. G.Tillner, Dez 2019

Kurz: Der Aufsatz von Greg Davies ist einerseits ein Bericht über den Stand der Forschung und andererseits ein Plädoyer für eine radikal andere Praxis der Risiko-Erhebung in der Investment-Beratung. Er kritisiert, dass derzeit vor allem die „*Risikoneigung*“ von KlientInnen abgefragt wird und dann das Risikoprofil dauerhaft bestimmt. Die *Risikotragfähigkeit* hingegen, die für die Feststellung des tatsächlich angemessenen Risikos deutlich maßgeblicher ist, wird nur marginal behandelt – in Greg Davies Verständnis erforderte dies nämlich eine intensive Auseinandersetzung mit den finanziellen Möglichkeiten, Verpflichtungen und Zielen. Er spricht hier von einem „Ziele-System“. Davies sieht die Rolle von BeraterInnen gerade darin, KlientInnen zu helfen, diese Ziele angemessen zu definieren – und auch in Krisenzeiten im Blick zu behalten. Daher sind BeraterInnen Coaches auf der Investment-Reise. Entsprechend sieht Davies das „Risk Profiling“ nicht als einmaligen Vorgang am Beginn der Investment-Reise, sondern als laufenden und niemals abgeschlossenen Prozess.

Lang:

Greg Davies kritisiert, dass bei der für die KundInnenberatung zentralen Feststellung des angemessenen Risikos eine Vielzahl unscharf definierter Begriffe kursieren. Er schlägt vor, dass drei Bereiche klar getrennt werden:

- 1) die objektive „Risikotragfähigkeit“ (risk capacity) von Klientinnen,
- 2) die stabile „Risikoneigung“ (risk tolerance) und
- 3) die situativen Reaktionen, in denen sich die von „behavioural finance“ beschriebenen „biases“ ausdrücken, also jene heuristischen, „spontanen“ Entscheidungen, die auf unvernünftigen Informations-Interpretationen beruhen (behavioural risk attitudes).

Er beklagt, dass gerade der erste Bereich, die Risikotragfähigkeit, am wenigsten Beachtung findet – weil sie am schwersten zu erheben ist, weil sie eine umfassende, „holistische“ Erfassung der derzeitigen finanziellen Situation und der langfristigen Bedürfnisse, Risiken und Möglichkeiten verlangt – etwas, das eben nicht in einem kurzen Fragebogen erfasst werden kann. Das ist zu beklagen, weil gerade diese Dimension vernünftigerweise das Risikoniveau bestimmen sollte:

„ risk capacity is overwhelmingly more important than risk tolerance - and yet, because it is inherently more difficult to measure, it is largely neglected.“

Bereits hier in der Einleitung zeigt sich die Grundhaltung von Greg Davies, der Investmentberatung eher als Coaching-Prozess versteht, denn als Konsequenz vorgegebener Kunden-Eigenschaften – und daher soll schon die Feststellung

der „Angemessenheit“ (suitability) weniger ein Abfragen als eine Weiterbildung sein:

„In the end, the role of suitability is to steer investors to better outcomes, not replicate (and optimise for) all the silly things they do already“

Die aktuelle Tendenz, behavioristische Modelle in die Risiko-Analyse einzubauen und Portfolios für die jeweilige „bias“-Struktur der KundInnen anzupassen, findet entsprechend nicht seinen Applaus – das wäre eben genau ein „optimising“ für den Unfug, den KundInnen schon von sich aus tun. (Dieses avancierte Verfahren, behavioristische Risikotypen zu erheben und Kundenportfolios auf diese Typen und damit das zu erwartende Verhalten zu optimieren, erfreut sich in den USA großer Beliebtheit, aber noch nicht bei uns.)

Sein Augenmerk liegt auf der holistischen Analyse der finanziellen Situation von KundInnen; hierbei legt er klar, dass es in der üblichen Beurteilung Widersprüche gibt; so werden etwa hohe zukünftige finanzielle Verpflichtungen als Begründung für hohe notwendige Rendite angesehen – aber tatsächlich **reduzieren** sie die Risikotragfähigkeit von KlientInnen und erzwingen somit eine niedrigere Rendite. Davies' Schlussfolgerung daraus ist, dass BeraterInnen Ziele nicht nur auflisten, sondern auch die tatsächliche Dringlichkeit solcher Ziele verstehen sollten, denn:

„One of the most effective routes to increasing risk capacity is to manage client aspirations, expectations, goals, and future financial commitments. The less you want, the more you can take risk to grow your wealth and the more you may wind up with.“

Die zentrale Aussage hierbei ist, dass die Feststellung der Risikotragfähigkeit von KlientInnen ein gesamtheitliches Verständnis der finanziellen Situation von KlientInnen verlangt. Und ein wesentlicher Teil davon ist, die finanziellen Ziele zu verstehen und für ein solches Ziel-orientiertes Investieren („goal based investing“) einen kohärenten und systematischen Ansatz zu haben.

Greg Davies kritisiert *und* befürwortet „goal based investing“, dieser scheinbare Widerspruch klärt sich, weil er betont, dass Ziele eben nicht eindeutig und gleichwertig sind, daher ein einfaches Auflisten von Zielen nur die Flexibilität reduziert, ohne tatsächlich die Kunden-Interessen zu treffen. Es geht ihm um ein dynamisches Verstehen der Ziele – und somit ein noch profunderes Verstehen von KlientInnen.

Die Aufgabe von BeraterInnen, in Greg Davies' Verständnis, ist also nicht das Abfragen von finanziellen Zielen, sondern ein Coaching der KlientInnen darin, ihre Ziele, bzw. das „Ziele-System“ („system of goals“), zu präzisieren und zu managen.

„It implies that we will never have a comprehensive description of the right investment risk level by just using a combination of risk tolerance and static risk capacity. Indeed, it is in the description of someone's overall *system* of goals, with all the valuable fuzziness and imprecision that this requires, that the notions of risk capacity and risk tolerance start to overlap and blur.“ (12)

Das letzte ist eine paradoxe Pointe, weil er, der am Anfang des Textes für eine klarere Abgrenzung der Begriffe plädierte, jetzt aufzeigt, dass sie bei gewissenhafter Betrachtung einander beeinflussen und eben keine absolute Unterscheidung möglich ist.

Aber darin liegt die Ethik, die KlientInnen ernst zu nehmen und sie nicht in einfache Raster zu zwingen, die zwar scheinbar klar sein mögen, aber eben nicht die tatsächlichen Bedürfnisse der KlientInnen abbilden:

„(...) we have the need to help (the client) understand and articulate her system of goals, without imposing pressure for more precision than she feels comfortable with.“

Erst das Verstehen des „Ziele-Systems“ - in seinen Wechselwirkungen und Abhängigkeiten und den unterschiedlichen Dringlichkeiten – erlaubt eine Feststellung der angemessenen Risikotragfähigkeit.

Die nächste zentrale Forderung von Greg Davies, die sich aber aus dem bisherigen logisch ergibt, ist, dass „risk profiling“ nicht ein einmaliger Akt ist, sondern ein laufender begleitender Prozess:

„We fundamentally also need to help people understand, articulate, and dynamically adapt the totality of their future goals, plans, and aspirations over their journey. **Effective goal-based investing is the truly new vista in risk profiling.“ (13)**

Das gilt auch, weil die behavioristischen Neigungen der KlientInnen sich weniger am Anfang dieser Reise zeigen, wenn das Risiko festgelegt wird, sondern während der Reise, in den Reaktionen auf die Zwischenergebnisse. Daher kommt der Begleitung dieser Reise mehr Bedeutung zu als der anfänglichen Analyse.

„(...) managing anxiety and emotional comfort (through) client communication, long-term framing of investment performance reports (...) may mitigate the emotional effects of loss aversion much more effectively and cheaply than changing the investment strategy to adapt to behavioural aspects!“

Als Beispiel erwähnt Davies die Reaktion von KlientInnen auf deutliche Kursverluste wie etwa in der Großen Finanzkrise 2008, als viele im Kurstief verkauften. Dieses Verhalten beschreibt er nicht als „Panikreaktion“, sondern in Begriffen der Zeithorizonte:

„... we make decisions based on an emotional time horizon that is way shorter than our financial time horizon“ (14)

Das Verkaufen von Aktien an Tiefpunkten passiert eben nicht aus finanziellen Liquiditätserfordernissen, sondern weil

„(clients) run out of emotional liquidity (...) Immediate behavioural risk aversion spikes, and emotional time horizons decrease to zero.“ (15)

Mit diesen Begrifflichkeiten pointiert Davies die Aufgabe von BeraterInnen: es ist nicht ein vager „Trost“, den sie in Krisenzeiten zu offerieren haben, sondern als Coach den KlientInnen helfen, ihre eigenen Zeithorizonte konstant zu halten.

Statt wie in der klassischen Finanztheorie von optimalen „risk adjusted returns“ zu sprechen, schlägt Davies den Begriff des „anxiety adjusted returns“ vor. Die Frage ist also, wie wir unseren KlientInnen helfen können, die emotionale Zufriedenheit so einfach und billig wie möglich zu erreichen – also ohne den kostspieligen Weg zu wählen, das Risiko, und damit den Ertrag, so sehr zu senken, dass unangenehme emotionale Erfahrungen ausbleiben.

In diesem Verständnis der Funktion von Beratung als Wegbegleitung ergibt sich dann logisch eine Kritik an der immer komplexeren Anfangsanalyse, die vorgibt, solcherart ein perfekt individualisiertes Portfolio herstellen zu können. Demgegenüber plädiert Greg Davies für den Begriff „ausreichend“:

„No one will be completely comfortable with the compromises that have to be made in any investment program, so we should instead seek to make (the client) sufficiently comfortable with a sufficiently efficient solution.“ (14)

Wenn also nochmal die Faktoren aufgezählt werden, die das angemessene Risiko von Kunden-Portfolios bestimmen, ergibt sich folgende Liste:

1. die finanzielle Situation
2. die Ziele und Erwartungen (goals and aspirations)
3. die Persönlichkeit – also die langfristig stabile Risikoneigung
4. Gefühle und Verhalten: die spontanen Reaktionen, abhängig von Kontext.

Diese Faktoren bringt Davies in diese Übersicht:

EXHIBIT 1. INVESTMENT PLANNING USING RISK CAPACITY AND RISK TOLERANCE

Financial Circumstances	Goals and Aspirations	Personality Traits	Emotions and Behaviour
Ability to take risk	Willingness to take risk		
Risk capacity	Risk tolerance	Behavioural risk attitudes	
Investor's <i>risk profile</i> – seek to satisfy these requirements		Seek to mitigate, not appease	

Linke Spalte, „ability to take risk“: Die Fähigkeit, Risiko zu tragen, sollte das Risiko-Profil bestimmen; Diese besteht aber nicht nur aus der aktuellen finanziellen Situation, sondern auch aus den Zielen. Primär abgefragt wird aber die rechte Spalte, willingness to take risk und hier wiederum nur die „Risikoneigung“ (risk tolerance), weil das einfach ist.

Die – konstante – Risikoneigung wiederum wird mit den situativen Reaktionen und Haltungen verwechselt, wobei letztere, irrtümlicherweise, als Indiz für erstere interpretiert werden.

In der Feststellung von Risikotragfähigkeit mangelt es an klaren Modellen, die die ganze Bandbreite von Faktoren berücksichtigen, vor allem die finanziellen Ziele und deren Wechselwirkungen.

Davies fordert daher, dass es bessere Risikotragfähigkeitsmodelle braucht, die ein zieleorientiertes Investieren ermöglichen.

Bei der Messung von behavioristischen Risikoreaktionen hat sich gezeigt, dass Simulationen einen wertvollen Beitrag leisten können – nämlich als Chance, zu lernen. Simulationen verbessern langfristige Investment-Entscheidungen. Die Funktion von „Angemessenheitsprüfungen“ sollte also in der Vorbereitung von KlientInnen auf die Herausforderungen des Investmentlebens liegen:

„Profiling should provide an opportunity for investors to learn about their attitudes, emotions, and biases, and in doing so, it should help them prepare for the anxiety of the journey.“ (20)

Das ist in der Tat ein radikal neuer Zugang zu den Risiko-Erhebungen am Anfang einer Beratung: Die Eingangstests dienen weniger dazu, dass der/die BeraterIn Informationen über KlientInnen gewinnt, als dass umgekehrt der/die InvestorIn nützliche Einsichten gewinnt und auf die weitere Investment-Reise vorbereitet wird.

Davies schlägt ein „Dynamic Profiling“ vor: nicht was gemessen wird, sei wichtig, sondern wann. Derzeit findet die „Angemessenheitsprüfung“ vor der eigentlichen Investment-Beratung statt, wirkt auf KlientInnen abschreckend und verleitet, aufgrund des Umfangs, sowohl KlientInnen als auch BeraterInnen zu Oberflächlichkeit („ticking the boxes“). Diese Form der Prüfung habe keinen Nutzen für die Bildung der KlientInnen und diene nicht der Vorbereitung auf die Investment-Reise.

Davies fordert, dass die Grenzen zwischen KlientInnen-Profil-Erstellung, Angemessenheitsprüfung und laufender Betreuung verwischt werden: „to blur the current distinctions between profiling, suitability, and client engagement“. Der anfängliche Test sollte kurz und angenehm sein, aber dafür die Erhebung, das Präzisieren und Ergänzen des Profils ein immerwährender Prozess: „(the) initial process (should be) as minimal, simple and easy for the investor as possible, however, after starting, advisers should be constantly profiling.“

Jeder Kundenkontakt sei eine Chance, die Angemessenheitsprüfung zu verfeinern:

„Every engagement point is an opportunity to enrich the profile (...) by changing how we engage and communicate with the client, how we manage clients' emotional states over the journey, how we plan and program future actions and responses, how we report performance, and how we involve the client in ongoing decisions.“ (21)

Zusammengefasst: **„This approach conceives of risk profiling as part of a never-ending dialogue between investor and adviser.“** (21)

Zuletzt appelliert Davies, KlientInnen nicht in vorgegebene Risiko-Kategorien zu pressen, sondern unsere Aufgabe darin zu sehen, sie zu ermächtigen, ihre eigenen Ziele klarer und selbstbewusster zu verfolgen:

„We should (...) focus on building and improving dynamic models of risk capacity and tools to truly help investors understand and articulate their own goals without requiring that they express these goals with any greater precision than that with which they are truly held.“ (21)

Somit wird die Feststellung der Risiko-Kategorie zu einem dauerhaften und dynamischen Beratungsprozess:

„The ultimate new vista in risk profiling is that it becomes impossible to separate from (...) effective client engagement“ (21)

Diese Wendung am Schluss ist auch eine Würdigung klassischer persönlicher Beratung, also eines langfristig angelegten, begleitenden Dialogs. Davies „new vista“ in der Risikoerfassung ist also gleichzeitig die „old vista“ in der KundInnen-Beratung. Das ist in Zeiten der zunehmend regulatorisch bestimmten und automatisierten Datenerhebung und KundInneneinteilung eine nicht nur sympathische, sondern auch nützliche Ermahnung. Notwendig sind, wie Davies bemerkt, Konzepte und Verfahren, diese klassische Form der Beratung effektiv und systematisch in Risikoprofile und Portfoliogestaltung zu verwerten – mit dem Ziel, KlientInnen effektiver zu ermächtigen, ihre Investmentziele zu erreichen.