

Spieler oder Sparer?

Programme zu Erstellung von Risikoprofilen sollen Beratern mehr Rechtssicherheit bringen. Viele der einschlägigen Tools sind jedoch mangelhaft.



Jeder Mensch fühlt sich mit einem anderen Grad an Risiko wohl, und diese Risikobereitschaft gilt es zu ermitteln, um Anlegern passende Finanzprodukte anbieten zu können.

Theorie: Berater müssen die Risikobereitschaft ihrer Kunden kennen, um ihnen geeignete Produkte empfehlen zu können. Praxis: Die Kunden kennen weder selbst ihr tatsächliches Risikoprofil noch sind sie bereit, ihrem Finanzberater allzu detaillierte Angaben über ihre „Persönlichkeit“ zu machen, damit dieser ein Profil erstellen kann. Der Gesetzgeber fordert in Paragraph 31 des Wertpapierhandelsgesetzes dennoch:

„Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung erbringt, muss von den Kunden alle Informationen einholen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen, über die Anlageziele der Kunden und über ihre finanziellen Verhältnisse, die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie ge-

eignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können. Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob das konkrete Geschäft, das dem Kunden empfohlen wird, oder die konkrete Wertpapierdienstleistung im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung den Anlagezielen des betreffenden Kunden entspricht, die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sind und der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann.“

Diese Forderung ist eindeutig: Läuft später etwas schief, bekommt das erstellte oder nicht erstellte Risikoprofil ganz rasch enorme Bedeutung. Die britische Finanzaufsichtsbehörde FSA zählte in der Zeit zwischen März 2008 und September 2010 exakt 366 Fälle von Fehlberatung. In Rund der Hälfte der Fälle bestand der Fehler darin, dass die vermittelten Anlageprodukte nicht dem Risikoprofil des Anlegers entsprachen. Trotz der damit verbundenen Hindernisse benötigt man als Berater also einen Weg, das Problem zu lösen.

In der Praxis sieht das derzeit so aus, dass Deutschlands Finanzbranche mit Fragebögen gemäß Wertpapierhandelsgesetz arbeitet. Diese sind durchwegs ähnlich aufgebaut und stellen eine brauchbare Grundlage, aber keine endgültig zufriedenstellende Lösung dar. Da wird etwa die Frage gestellt: „Welche Anlageformen sollen grundsätzlich nicht in Ihrem Portfolio enthalten sein?“ Hier ließe sich zwar alles ausschließen, was scheinbar „riskant“ ist, allerdings hat die Finanzkrise klar gezeigt, dass weder Geldmarktfonds immer „sicher“ noch dass „Futures- und Hedgefonds“ durchwegs gefährlich sind. Auch die Tatsache, dass ein Anleger etwa seit ein bis drei Jahren in Aktien und immer zwischen 5.000 bis 25.000 Euro investiert, sagt wenig über seine persönliche Risikobereitschaft und -tragfähigkeit aus.

Spezielle Tools versuchen diese Lücke zu schließen und das tatsächliche Risikoprofil des einzelnen Anlegers dingfest zu machen. Dabei gibt es zwei Herangehensweisen: zum

einen jene, die auf den Erkenntnissen der Behavioral-Finance-Theorien (Kapitalmarktverhalten), basiert, und zum anderen Versuche, mithilfe psychologischer Ansätze Licht ins Dunkel zu bringen.

Professor Martin Weber von der Universität Mannheim, Professor Rüdiger von Nitzsch von der Uni Aachen und Professor Thorsten Hens vom Swiss Banking Institute der Uni Zürich sind auf ersterem Gebiet aktiv. Ihr Modellansatz basiert auf der Prospect Theory, deren Entwicklung mit dem Nobelpreis gewürdigt wurde. Die Theorie wurde 1979 von Daniel Kahneman und Amos Tversky als eine psychologisch realistische Alternative zur Erwartungsnutzentheorie vorgestellt und erlaubt die Beschreibung der Entscheidungsfindung in Situationen der Unsicherheit. Auf der anderen Seite gibt es Tests, die auf persönlichkeitspsychologischen Grundlagen beruhen, wie beispielsweise der Invest-Strategy-Test des Beratungsunternehmens tetralog systems AG aus München. Hier wird neben sämtlichen vom anbietenden Institut gewünschten Variablen im Kern ein Messverfahren angewandt, dessen wissenschaftliche Grundlagen am Max-Planck-Institut von Johannes C. Brenkelmann („Die Lust auf Spiel und Risiko“) entwickelt wurden.

Definitionsproblem

„Um einen Einstieg in das Thema Risikoneigung von Anlegern zu schaffen, müssen sich Berater und Anleger aber erst auf einen einheitlichen Risikobegriff einigen. Sonst kann es sein, dass der Anleger munter Fragebögen ausfüllt und der Berater eine Stunde mit ihm spricht und trotzdem beide mit völlig unterschiedlichen Vorstellungen aus dem Gespräch hinausgehen“, meint Monika Müller, Diplompsychologin und Geschäftsleiterin des Coachingunternehmens FCM Finanz Coaching in Wiesbaden. Sie ist spezialisiert



Holger Schefold, Fischer Finanzpartner: „Je simpler ein Profiling-Tool, desto gefährlicher ist es.“

auf die Optimierung von Finanzberatung und Entscheidungsstrategien unter Risiko auf der Basis finanzpsychologischer Erkenntnisse.

Viele Risk Profiler mangelhaft

Unter Umständen scheitert das Vorhaben aber aus trivialeren Gründen, denn manche Kundenfragebögen von Produkt- und Vertriebsgesellschaften sind so konzipiert, dass, egal was man oben ankreuzt, unten mehr oder minder automatisch das promotete Produkt der Gesellschaft rauskommt. Die britische Finanzaufsichtsbehörde FSA veröffentlichte im Januar 2011 ein Konsultationspapier über Risk-Profiling-Tools, demzufolge neun von elf untersuchten Tools Schwächen aufweisen beziehungsweise zu fehlerhaften Ergebnissen führen. Auch tetralog-systems-Vorstand Lothar Jonitz bestätigt: „Natürlich führt es nicht zu sinnvollen Ergebnissen, wenn der Berater vor dem Gespräch schon ein Produkt vor Augen hat, das er verkaufen möchte. Er sollte vielmehr mit der Profil-

messung des Anlegers beginnen. Das stellt sicher, dass der Kunde sich morgen auch noch gut verstanden sieht und wohl fühlt. Bei der Risikoklassifizierung gibt es bisher wenig validierte Vergleichsverfahren, die von allen anerkannt werden.“ Psychologin Müller ergänzt: „Risk Profiler müssen bei wiederholter Messung für dieselbe Person unter denselben Umständen ein konsistentes Ergebnis ergeben und sollten auch tatsächlich nur das Persönlichkeitsmerkmal – und nicht vermischt damit die Risikotragfähigkeit – messen. Dann kann man von soliden, zuverlässigen und validen Prozessen sprechen, die dem Kunden genügend Sicherheit für seine Entscheidung bieten.“

Für Müller steht dennoch fest, dass Risk Profiler die Finanzberatung professionalisieren können: „Risk Profiler führen im Endeffekt zu besseren Ergebnissen. Das Risiko muss ja nicht gleich eintreten. Aber ein Anleger, der vor der jüngsten Finanzkrise mithilfe eines guten Risk Profilers beraten wurde, ist von der Krise nicht überrascht worden. Das verhindert allzu emotionale Reaktionen. Die Kunden verstehen dann, dass das nunmehr eingetretene Ergebnis im Rahmen der zu erwartenden Ergebnisse lag, steigen nicht panikartig aus und realisieren damit ihre Verluste.“

Woran scheitern die Tests nun aber in der Praxis? Allem Anschein nach an der Unfähigkeit des Durchschnittsbürgers, seine eigene Risikotragfähigkeit richtig einzuschätzen. Aus diesem Grund bedarf es ausgeklügelter Fragebögen, die nicht versuchen, das Profil des Anlegers direkt abzufragen. Jonitz erklärt die Ursache der meist falschen Selbsteinschätzung: „Evolutionär ist der Mensch so geprägt, dass er überoptimistisch ist. Wenn Sie einen Menschen fragen, wie risikofähig er ist, spielen positiv besetzte Dinge wie Optimismus, Mut und Zuversicht eine Rolle. Hinzu kommt, dass Menschen im Sinne sozialer Erwünschtheit antworten. Das führt

Kunden-Profiling-Tools auf dem deutschsprachigen Markt

Tool	Eingesetzt von ...	Erstellt von ...	Im Einsatz seit ...	Website
Invest Strategy	Vertrieben, Banken	tetralog systems	1995	tetralog.de, investsolutions.de
FinaMetrica Risk Profiler	Vertrieben, Banken, Finanz-Coaches	FinaMetrica	1998	riskprofiling.com
Sparinvest Risk Profiler	Sparinvest	Prof. Thorsten Hens	2009	sparinvest.de
Union Investment Risk Profiler	Union Investment	hauseigene Entwicklung	1993	union-investment.de
Risikotool	Vertrieben, Banken	Behavioral-Finance-Portal um Prof. Martin Weber	k. A.	behavioral-finance.de
aixigo Risk Profiler	Vertrieben, Banken	aixigo AG, Prof. Rüdiger von Nitzsch	2004	aixigo.com
Risikoanalyse	NettoBank, Schweiz	hauseigene Entwicklung	2010	nettobank.ch
Mybankrating Risk Profiler	Mybankrating	hauseigene Entwicklung	k. A.	mybankrating.de
VZ Finanzportal Risk Profiler	VZ VermögensZentrum Schweiz	hauseigene Entwicklung	2010	vzfinanzportal.ch

Quelle: eigene Recherchen, Angaben der Anbieter

Foto: © Fischer

dazu, dass sie sich häufig als risikobereiter ansehen, als sie tatsächlich sind. Eine Messung der Risikofähigkeit führt hingegen zu mehr Objektivität in der Beratung.“

Risikoneigung nicht konstant

Holger Schefold, Mitarbeiter der auf Finanzplanung und Testamentsvollstreckung spezialisierten Fischer Finanzpartner GmbH Karlsruhe, betrachtet Risk Profiler dennoch mit Skepsis, „weil bei der Ermittlung der Risikoneigung eines Anlegers mehrdimensional und dynamisch gedacht werden muss. Den Anleger zeichnet nicht eine generelle Risikobereitschaft aus, sondern eine mehrdimensionale Risikostruktur – unter Umständen mit völlig unterschiedlichen Risikoeinstellungen bei verschiedenen Assets. Außerdem ändert sich die Risikobereitschaft möglicherweise mit der Zeit und kann beispielsweise mit einzelnen Marktphasen korrelieren.“

Schefold sieht die Lösung in einer möglichst breiten Datenbasis und einer umfassenden Risikoaufklärung. „Eine Profiling-Software ist kein Allheilmittel. Je simpler ein Tool gestrickt ist und je ausschließlicher man sich darauf verlässt, desto gefährlicher wird es. Deshalb sollte das Profiling in einen ganzheitlichen Beratungsansatz eingebettet sein. Je mehr und je häufiger man Kundendaten abfragt, desto besser die Risikoeinschätzung und damit das Beratungsergebnis. Der



Monika Müller, FCM Finanz Coaching: „Ein guter Risk Profiler ist keine Blackbox.“

ganzheitliche Ansatz des Financial Plannings kann dies leisten. Hier kann ein Profiling Tool eine erhebliche Hilfe darstellen, wenn es dazu dient, die möglichst umfassende Situationsbeschreibung des Kunden plausibel zu machen, neutral auszuwerten und mit der Risikotragfähigkeit des Kunden abzugleichen. Es bringt uns wenig, wenn wir wissen, dass ein Anleger tatsächlich dem Spielertypus zuzuordnen ist, er uns jedoch verheimlicht, dass er sich diese Art des Investments gar nicht leisten kann.“

Wenig Begeisterung bringt der Heidelberger Anlegerschutzanwalt Mathias Nittel für Kundenbefragungsbögen auf: „In der Praxis sind die angewandten Fragebögen zumeist methodisch fehlerhaft und darauf ausgerichtet, eine zu hohe Risikobereitschaft des Anlegers festzustellen.“ An einem Beispiel aus der Commerzbank aus dem Jahr 2008 macht er dies deutlich: Der damals 75-jährige Kunde hatte bei den Sätzen „Die Sicherheit meiner Geldanlage ist mir am allerwichtigsten“ und „In Geldangelegenheiten gehe ich ungern Risiken ein“ sein Kreuzchen bei „Ich stimme voll zu“ gemacht. Die beiden Antworten, so Nittel, verbieten eigentlich jegliche Empfehlung riskanter Anlageprodukte. Trotzdem wurde der Kunde durch die Software in der vierten von sechs Risikostufen eingruppiert und erhielt auch prompt zwei geschlossene Schiffsfonds verkauft. Für Nittel ist der Grund klar: „Riskante Anlagen wie Aktienfonds, geschlossene Beteiligungen oder bestimmte Zertifikate versprechen höhere Provisionen für den Vertrieb als risikoarme Produkte wie beispielsweise Festgeld oder Geldmarktfonds.“

Der Fall zeigt, dass die Erstellung von Risikoprofilen natürlich nur dann sinnvoll ist, wenn man die Aufgabe ernst nimmt und die Ergebnisse respektiert. Glaubwürdig sind solche Fragebögen, so Müller, insbesondere dann, wenn als Resultat keine Produktemp-

Das Kunden-Profiling in der Beratungspraxis

Union Investment: Der Fondsanbieter der Genossenschaftsbanken hat schon sehr früh – im Oktober 1993 – ein Risikoklassifizierungssystem für die hauseigenen Produkte eingeführt, das unter anderem in den zusammenfassenden Produktinformationen aufgeführt ist. Hier ist das Risiko farblich gekennzeichnet – von blau für sehr konservativ bis rot für sehr risikoreich. Seit 1999 werden Anlegerprofile im Beratungsgespräch erstellt, dabei wird die Risikobereitschaft des Kunden anhand des WpHG-Protokolls eingeschätzt. Darauf basierend erfolgt auch heute noch das Matching mit den Fondsfarben. Wird beispielsweise der Kunde als „risikobereit“ (3) eingestuft, eignen sich alle Investmentfonds bis zur Farbe „Gelb“ (3).“

Sparinvest: Die dänischstämmige Fondsgesellschaft arbeitet seit Januar 2009 mit einem Risk-Profiling-Tool. Der acht Fragen umfassende Bogen wurde vom Behavioral-Finance-Experten Thorsten Hens vom Swiss Banking Institute der Uni Zürich erstellt. Die Sparinvest: „Basierend auf dem Verständnis der Bedürfnisse des Investors und dem Wissen, welche Ren-

dite die Finanzmärkte für ein gegebenes Maß an Risiko bieten können, wird das individuelle Risikoprofil des Investors bestimmt und in das passendste der fünf vordefinierten Sparinvest-Risikoprofile (Vorsichtig, Konservativ, Moderat, Moderat Plus und Aggressiv) abgebildet. Jedes individuelle Risikoprofil und die vordefinierten Profile beinhalten einen unterschiedlichen Mix aus den drei Fonds Securus, Procedo und Equitas.“ Das Tool lässt auch neutrale Assetklassenstrukturen zu, die auch anderswo umgesetzt werden können.

MLP: Die Gesellschaft nutzt eine intern entwickelte Beratungslogik, die die individuelle Risikobereitschaft des Anlegers berücksichtigt. MLP-Manager Jakob Trefz: „In der Beratung wird der Kunde konkret danach gefragt, welche Verluste er auf Jahressicht verkraften könnte. Daneben klärt der Berater weitere Fragen, beispielsweise zu welchem Zeitpunkt der Anleger über sein Kapital verfügen möchte.“ Der so ermittelten Risikotragfähigkeit des Anlegers werden dann mögliche Produkte zur Umsetzung zugeordnet. „Wir greifen dabei auf das Research unserer Tochterfirma Feri Fi-

nance zurück, die zu jedem Anlageprodukt stufenlos den Value at Risk (VAR) berechnet“, beschreibt Trefz. Der Risikobegriff nach dem VAR-Ansatz basiert auf statistisch erwarteten Ergebnissen. Laut Trefz bewegten sich die Konzepte auch während der Börsenturbulenzen im August 2011 innerhalb der Korridore, die die Kunden im Vorfeld als akzeptabel definiert hatten. Nicht jede Typisierung von Produkten und Anlegern lässt sich problemlos anwenden. So ging beispielsweise die Kundentypisierung der größten deutschen Sparkasse, der **Hamburgischen HASPA**, Verbraucherschützern zu weit. Sie hatte ihre Kunden nach dem auf der Hirnforschung basierenden „Limbic-Konzept“ des Münchner Psychologen Hans-Georg Häusel typisiert. Sechs verschiedene Kundentypen wurden unterschieden – vom „Hedonisten“ über den „Genießer“ bis zum „Abenteurer“ und „Performer“. Als der NDR im Herbst 2010 darüber berichtete, ging ein Aufschrei durch die Medienlandschaft. Edda Castelló, Chefin der Hamburger Verbraucherzentrale, bezeichnete die Methode als „ekelhaft“. Aufgrund der Proteste schaffte die HASPA das System wieder ab.

fehlung herauskommt, sondern die Risikoneigung des Kunden beschrieben wird – beispielsweise im Verhältnis zum Bevölkerungsdurchschnitt. Müller ergänzt: „Ein guter Risk Profiler ist keine Blackbox, sondern völlig transparent. Daher dürfen auch die angebotenen Antworten offensichtlich sein. Schließlich ist eine hohe oder niedrige Risikobereitschaft grundsätzlich weder positiv noch negativ. Somit besteht nicht die Gefahr, dass jemand versucht, sich in ein positives Licht zu rücken. Im günstigsten Fall erhält der Kunde ein Ergebnis, das er nachvollziehen kann. Mit dem ermittelten Risikoprofil kann er sich im Prinzip an jeden beliebigen Berater wenden. Außerdem soll die Auswertung einen Anstoß für ein Finanzcoaching bieten, bei dem sich der Kunde im besten Fall den Zusammenhang zwischen eingegangenem Risiko und erwarteter Rendite durch eigenes Denken selbst erschließt“, erklärt Müller ihre Qualitätsanforderungen. Sie selbst setzt den Risk Profiler der australischen Firma FinaMetrica ein, der die Risikobereitschaft des Anlegers erfasst und erklärt. Für FinaMetrica spreche, dass dieses Tool schon seit 1999 praxistauglich sei und seither ständig weiterentwickelt wurde. So wurden die Fragen inzwischen auch daraufhin getestet, ob sie von allen Anlegern, auch in unterschiedlichen Marktsituationen, gleichermaßen verstanden werden. Das Programm erstellt ein Risikoprofil, das die Risikoneigung eines Kunden im Verhältnis zu anderen Anlegern beschreibt. Außerdem sieht der Kunde in einem Risiko-Rendite-Leitfaden, welche Szenarien für die für ihn ermittelte Risikoklasse wahrscheinlich sind. Gezeigt wird, wie hoch der maximale Verlust in der gewünschten Portfoliostruktur in der Vergangenheit war und wie lange es gedauert hat, bis der Verlust wieder ausgeglichen war (siehe Tabelle). Müller vergleicht diese Art der Auswertung mit einer Probefahrt im Auto. „Nur wenn man die Wagen einmal zur Probe fahren darf, weiß man, wie es sich anfühlt, wenn man ein Auto mit 180 PS im Vergleich zu einem mit 130 PS fährt.“



Lothar Jonitz, tetralog systems: „Kunden sehen sich häufig als risikobereiter an, als sie tatsächlich sind.“

Wahrnehmungsprobleme

Zu trennen sei die individuelle Risikobereitschaft eines Anlegers von der Risikowahrnehmung. „Während die Risikobereitschaft ein relativ stabiles Persönlichkeitsmerkmal ist, ändert sich die Risikowahrnehmung permanent, zum Beispiel mit der Marktentwicklung“, erklärt Müller. In der Tat investierten Ende der 90er Jahre viele an sich konservative Anleger verstärkt in Aktien, weil die Risikowahrnehmung in dieser Zeit gering war – das Risiko wurde schlicht unterschätzt. „Menschen gewöhnen sich an das Risiko, sonst würde wohl kaum jemand noch Auto fahren. Im Finanzbereich müssen wir

aber am Risikoverständnis arbeiten, denn mit der Bildung in Sachen Finanzanlagen und deren Chance-Risiko-Strukturen sieht es in der Breite schlecht aus“, sieht Müller noch Handlungsbedarf.

Nicht ganz trivial ist die Antwort auf die Frage, wie mit einem gegebenen Risikoprofil umzugehen ist – selbst dann, wenn man annehmen darf, dass es zutreffend ist. Darf man einem Kunden, der eine Risikotoleranz von drei hat, nur Produkte der Risikostufe drei vermitteln? Ist diese Risikostufe das erlaubte Maximum oder kann man auch ein gemischtes Portfolio mit einem Gesamtrisiko der Risikostufe drei anbieten? „Finanzmathematisch ist jedem klar, dass es riskanter ist, alle Anlagen in Risikostufe drei zu haben als ein gemischtes Portfolio aus risikoarmen und risikoreicheren Anlagen, das insgesamt der Risikostufe drei zuzuordnen ist“, betont Jonitz, „aber wir haben jetzt erstmals einen Kunden, der es sich erlaubt, das Risiko auf Portfolioebene und nicht auf jedes einzelne Finanzprodukt anzuwenden. Das ist spannend, weil dieser Kunde erkannt hat, dass die regulatorischen Vorgaben nicht nur im Sinne juristischer Vorsicht zu interpretieren sind, sondern es gute finanzmathematische Gründe für eine ganzheitliche Sicht der Risikothematik gibt.“

Laufender Prozess

Beschäftigt man sich mit dem Thema Risk Profiling wird rasch klar, dass wir hier mitten in einem Prozess stecken, der längst nicht abgeschlossen ist. Möglicherweise ist der Versuch, die Risikoneigung eines Investors zu messen, aber auch der gänzlich falsche Ansatz, denn eigentlich geht es der Finanzindustrie ja darum, ihr eigenes Risiko aus der Beratungstätigkeit zu minimieren. Statt die potenzielle Leidensfähigkeit des Anlegers zu evaluieren, wäre es vielleicht interessanter, vorab zu klären, wie groß die Gefahr ist, dass er sich im Fall eines Misserfolgs – ungeachtet aller vorherigeren Aufklärungsversuche – auf die Suche nach einem Schuldigen macht, statt selbst die Verantwortung für seine Entscheidung zu tragen.

FinaMetricas Risiko-Rendite-Leitfaden

Im Risk Profiler der australischen Firma FinaMetrica erkennt der Kunde anhand eines Musterportfolios in der für ihn ermittelten Risikoklasse, wie hoch der maximale Verlust in der Vergangenheit war und wie lange der Ausgleich gedauert hat. So kann der Anleger überprüfen, ob er beispielsweise beim Kursrückgang im September 2000 tatsächlich 31 Monate auf eine Erholung der erlittenen Wertminderung hätte warten können oder hätte warten wollen.

Tiefe der Wertminderung	Beginn der Wertminderung	Dauer der Wertminderung	Dauer der Erholung	Abgeschlossene Erholung
-53,3 %	September 2000	31 Monate	97 Monate ¹	April 2011 ¹
-49,4 %	Januar 1973	24 Monate	68 Monate	August 1980
-30,0 %	September 1989	13 Monate	31 Monate	April 1993
-21,5 %	Oktober 1987	2 Monate	13 Monate	Dezember 1988
-16,2 %	Juli 1998	3 Monate	3 Monate	Dezember 1998
-14,6 %	Februar 1994	14 Monate	9 Monate	Dezember 1995
-8,8 %	August 1981	2 Monate	12 Monate	September 1982
-8,2 %	August 1997	3 Monate	2 Monate	Dezember 1997
-6,4 %	Februar 1984	1 Monat	5 Monate	Juli 1984
-6,2 %	September 1986	1 Monat	4 Monate	Januar 1987

¹ Die Phase der Erholung muss noch nicht abgeschlossen sein.

Quelle: FinaMetrica