

## SIGLO Timeout Nr. 25 Glück oder Können?

Inspiziert von Michael Mauboussin's neuem Buch "The Success Equation" befassen wir uns im Timeout damit, ob und wie wir Glück von Können unterscheiden können. Praktisch wäre es auf jeden Fall, da beides zahlreiche Situationen unseres Lebens prägt, sich aber anders anfühlt und interpretieren lässt. Wichtig ist der Unterschied auch für Anleger, da keine Zeit mit der Evaluation von Anlagen zu verschwenden ist, wenn die erzielten Ergebnisse nur zufällig entstehen. Umso mehr aber, wenn dank einer Differenzierung langfristig Mehrwert erzielbar wird. Anhand einiger Beispiele aus Sport und Spiel beschreiben wir nun Gedanken, die uns helfen, Glück und Können bei der Beurteilung von Resultaten nicht zu verwechseln.

### Einführung

Die korrekte Unterscheidung von Glück und Können wirkt bei Anlagen fast utopisch. Es lassen sich weder gelaufene Zeiten messen noch erzielte Tore / Punkte zählen, sondern bloss Renditen beobachten und plausible Gründe vermuten. Das dahinter stehende komplexe Zusammenspiel der Abläufe, Prozesse und zufälligen Einflüsse sowie die Analyse von Ursache und Wirkung bleiben vage. Erfahrungen und Erkenntnisse aus sportlichen Wettbewerben helfen jedoch, Denkfehler und Scheingenauigkeiten bei der Auswertung der Anlageresultate zu vermeiden. Wir diskutieren nun Glück und Können bei einer Reihe von Spiel- und Sportarten und ziehen Parallelen zu den Finanzmärkten.

### Aktive Einflussnahme

Die erste Frage zur Unterscheidung von Glück und Können liegt in der aktiven Einflussnahme der involvierten Leute. Ist ein Ergebnis überhaupt beeinflussbar? Falls dies wie bei Roulette oder bei klassischen Würfelspielen nicht der Fall ist, können wir uns Analysen sparen, da überhaupt niemand talentiert sein kann. Es regiert Zufall, womit pures Glück den einzigen Faktor darstellt. Fast alle Spiele und Sportarten sowie die Vermögensverwaltung erfordern aber nicht nur Glück, sondern auch aktive Partizipation der Spieler und Manager, die sich auf das Resultat auswirkt. So lassen sich in diesen Aktivitäten Prozesse beobachten, die uns helfen, Ursache und Wirkung zu verstehen.

### Gewinnchancen der Amateure vs. Profis

Eine einfache Kennzahl zur Beurteilung des Verhältnisses von Glück und Können bei

einer Aktivität liegt darin, wie wahrscheinlich es ist, dass ein Amateur einen echten Profi besiegt. Je höher diese Wahrscheinlichkeit desto mehr Glück ist involviert. Die Chancen Roger Federer beim Tennis, Dario Cologna beim Langlauf oder Magnus Carlsen beim Schach zu schlagen, sind für den Grossteil aller Erdenbürger praktisch null. Zu perfekt sind ihre Prozesse bzw. ihre individuelle Klasse und selbst wenn diese Stars einen rabenschwarzen Tag einziehen, haben Amateure nicht den Hauch einer Siegeschance. Die Siege der Profis sind somit persistent.

***Roger Federer besiegen wir im Tennis wohl niemals, Warren Buffett bei kurzfristigen Aktienanlagen evtl. schon***

In anderen Spielen verfügen Amateure zwar auch kaum über langfristige Siegeschancen, aber verlieren wenigstens nicht jede Runde bzw. jede Partie. So bietet der Schweizer Fussball Cup immer wieder Beispiele von 2. Liga Teams, die Profis ein Bein stellen. Von 10 Partien gewinnen die Profis zwar 8 bis 9 aber eben nicht 10. Ähnliches gilt für Jass oder Poker, wo Anfänger auch den Grossteil der Spiele gegen Profis verlieren, aber mit einem guten Blatt wenige Runden gewinnen können. Und ein gutes Blatt reflektiert eben den Zufall bzw. das Glück in einer Partie im Gegensatz zu bestimmten Fähigkeiten in der Aktivität, die in Form repetierbarer Prozesse meist zu den gleichen Ergebnissen führen.

Finanzmärkte sind noch vielversprechender. Selbst die berühmten Aktien-auswählenden Affen können über einen längeren Zeitraum

zahlreiche professioneller Anleger schlagen. Besonders kurzfristig scheint viel von Glück geprägt zu sein und selbst Warren Buffett erlebte ab und zu Quartale, in denen seine Performance weit hinter Marktindizes und Konkurrenten lag. Entsprechend sinnlos erscheint es, kurzfristige Renditen als Basis für Anlageentscheide heran zu ziehen, weil diese Anlageergebnisse von Zufall und nicht Können dominiert werden und sich somit weder Prozesse beurteilen noch Persistenz für die Zukunft daraus ableiten lassen.

***Die Floskel "better lucky than smart" entspricht an den Finanzmärkten viel mehr der Wahrheit als wir glauben.***

### **Verhältnis von Siegen und Niederlagen**

Ein zweiter Indikator zur Unterscheidung von Glück und Können liegt im Verhältnis der gewonnen und verlorenen Spiele. Federer gewann in seiner Laufbahn bisher 17 Grand Slam Turniere und 878 der 1'076 Spiele auf der Tour, was sagenhaften 82% entspricht. In einer Saison egalisierte er John McEnroe mit einer Bilanz von 81:3. Das beste NBA Team in einer Saison, die 95er Chicago Bulls um Michael Jordan, gewannen 72 der 82 Spiele. Vergleichbare Werte finden wir auch in Fussballligen Europas oder US Sports. Langfristig gewinnen die besten Sportteams zwar nicht so oft wie Federer, sie halten sich aber trotzdem konsequent an der Spitze ihrer Ligen und gewinnen viele Titel. In den vergangenen Jahrzehnten beendete ManU 65% der Ligaspiele siegreich und FC Bayern rund 60% bei jeweils gut 20 Meisterschalen. Seit Gründung gewann das erfolgreichste NHL Team (Montreal Canadiens) ebenfalls rund 60% aller Spiele bei 23 Titeln während es die Los Angeles Lakers in der NBA bisher auf 62% Siege und 16 Titel bringen.

Eine solche Persistenz über viele Saisons an der Spitze einer Sportart finden wir an den Finanzmärkten selten. Zweifellos gibt es die Warren Buffetts, George Soros' oder David Hardings mit beneidenswerten langfristigen Erfolgsausweisen, die unserer Ansicht nach nicht nur auf Glück, sondern auch Können beruhen. Es gibt aber jedes Jahr eine Reihe von (glücklichen) Managern in bestimmten Anlageklassen, die kurzfristig die höheren

Renditen ausweisen als die Anlage-Stars. Zudem offenbart ein Blick in Datenbanken, dass Persistenz innerhalb von Peergruppen über die wenigsten kurz- und mittelfristigen Perioden zu finden ist, was ebenfalls den Beitrag von Glück in den Anlageresultaten über diese Zeiträume widerspiegelt. Es zeigt sich vielmehr eine gewisse Mean Reversion in den Ranglisten, d.h. dass die Manager mit den höchsten Renditen in einem Jahr ihre Erfolge in Zukunft nicht wiederholen können und oft sogar enttäuschen. Entsprechend skeptisch beurteilen wir hyperaktive Walliser Fussballclubpräsidenten und Anleger, die ihre Entscheide nur auf wenige Spiele oder Handelstage abstützen und sich somit nur von zufälligen bzw. für sie persönlich (un-)glücklichen Ereignissen leiten lassen.

### **Anzahl Beobachtungen und Umfeld**

Statistik lebt von Daten. Je repräsentativer diese für die Grundgesamtheit, desto aussagekräftiger die Statistik. D.h., dass wir mit quantitativen Methoden bei kleinen Samples und unsicherer Datenqualität sehr vorsichtig sein sollten. Ende der 90er Jahre bat man 10 Damen aus dem Playboy Magazin, 5 Aktien auszuwählen. Die Siegerin übertraf den S&P Index um über 30% und weit über 90% aller Funds über die nächsten 12 Monate. Ist sie die bessere Managerin? Vielleicht schon nur können wir es bei 5 Beobachtungen nicht feststellen. Sie müsste dafür in den nächsten Jahre weitere 50 Titel gut auswählen.

Ein weiteres Element liegt in der Beobachtungsperiode und dem Umfeld. Kurzfristige Gewinnserien gibt es immer wieder, aber erst eine nachhaltige Performance an der Spitze über einen längeren Zeitraum mit unterschiedlichen Rahmenbedingungen verrät das Können eines Anlegers. Gerade an Märkten variieren äussere Umstände stark, wie wir 2008 erlebten. Die letzten 12 Jahre mit zwei Krisen und zwei anschliessenden Erholungen stellten ein ideales Umfeld dar, um als Manager Können und hohe Qualität in den Anlageprozessen zu demonstrieren. Wir können nicht ausschliessen, dass einige Leute zwischen 2000 und 2012 viel Glück hatten, aber die Chance, dass man nachhaltig hohe Renditen nur mit Glück erzielte, erscheint gering. Dies im Gegensatz zur Periode zuvor (1982-2000), in der auch ein-

fache und talentfreie Buy-and-hold Ansätze ohne Können mit aussergewöhnlich hohen absoluten Renditen entschädigt wurden.

**Mean Reversion**

Daraus folgt, dass wir für alle Aktivitäten mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit, entweder Persistenz oder Mean Reversion bei den Siegen und Niederlagen der Spieler und Anleger beobachten können. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass eine Persistenz von überdurchschnittlichen Leistungen nur das Ergebnis von Können und guten Prozessen ist, während von Glück dominierte Spiele zu einer Mean Reversion tendieren (besonders je länger man spielt). So erstaunt es nicht, dass sich seit Jahren die gleiche handvoll Tennisspieler praktisch alle wichtigen Titel aufteilt, während erfolgreichste Pokerspieler wie Phil Hellmuth bisher nur 13 Bracelets gewannen und nie grosse Titel verteidigen konnten. Deshalb florieren ja auch die gut besuchten Casinos, denn die Gewinnwahrscheinlichkeiten sprechen gegen die Besucher und mit steigender Anzahl Wetten werden diese (im Schnitt) früher oder später von der Glücks-Mean-Reversion eingeholt.

Analog zu Poker brauchen wir für die Unterscheidung von Glück und Können an den Märkten grosse Datensample. Stan Beckers stellte bereits vor Jahren fest, dass man mindestens 250 Renditen vergleichen muss, um statistisch signifikante (d.h. noch lange nicht korrekte) Aussagen über Glück und Können von Managern machen zu können.

Da Anleger vor allem auf monatliche Daten fokussieren und wir zudem den ändernden Rahmenbedingungen auf globalen Finanzmärkten Rechnung tragen müssen, dauert es statistisch gesehen lange, bis wir zuverlässige Aussagen über das Talent eines Managers und purem Zufall machen dürfen.

**Fazit**

Uns ist klar, dass man bei der Auswahl von Funds nicht 20 Jahre warten kann und will. Lassen wir uns dabei aber weder von kurzfristigen Renditen noch von gut geschultem Personal blenden. Benutzen wir statt dessen lieber die Hilfestellungen, die wir aus Sport und Spiel sowie aus der einfachen Statistik gewinnen. Zentral erscheinen uns zudem die kritische Prüfung der Anlageprozesse (nicht nur auf dem Papier, sondern auch vor Ort und im Gespräch mit Mitarbeitern) sowie die sorgfältigen Analysen von Ursachen und Wirkungen bei der Erzielung von Renditen.

Unter diesen Umständen können Anleger, basierend auf einer sorgfältigen Evaluation, sogar von einer Mean Reversion unter den Funds an globalen Finanzmärkten profitieren (Timeout Nr. 22 über CTAs). Z.B. indem sie gute Prozesse bei den Managern erkennen, die kürzlich Opfer des Zufalls wurden, sprich einfach viel Pech hatten und von denen sie aufgrund der Mean Reversion künftig wieder bessere Renditen erwarten. Dies entspricht ja auch dem Ansatz, antizyklisch zu agieren und nicht vergangene Trends hinterher zu jagen, wie es Value Anleger stets betonen.

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

