



Luck and Entrepreneurial Success

Wie wichtig ist Glück für den Erfolg?

Aktientrends 2013

PPCmetrics AG

Dr. Diego Liechti, Senior Consultant

Zürich, 27. Februar 2013

Wie wichtig ist Glück für den Erfolg?

- Einführung
- Unterscheidung von Glück und Können
- Unternehmerischer Erfolg und Glück
- Investieren und Glück
- Take Aways

Einführung

Was ist Glück überhaupt: Definition von Glück

- 1. etwas, was Ergebnis des Zusammentreffens besonders günstiger Umstände ist; besonders günstiger Zufall, günstige Fügung des Schicksals**
- 2. das personifiziert gedachte Glück; Fortuna**
- 3. angenehme und freudige Gemütsverfassung, ...**

- Herkunft des Wortes ist unklar.
 - Seit dem 12. Jahrhundert ist im Mittelniederdeutschen das Wort «Gelucke» und im Mittelhochdeutschen das Wort «Gelücke» zu finden, das von dem Verb «gelingen» kommt.

“Those who have succeeded at anything and don't mention luck are kidding themselves.”

Larry King, US-amerikanischer Journalist und Talkshowmaster

- ▶ **Selbst Larry King, welcher so lange erfolgreich war, glaubt, dass Glück wichtig für den Erfolg ist.**
- ▶ **Aber wie wichtig?**

Einführung

Beispiel: Publizierung eines Buches

- Verschiedene, berühmte Bücher wurden zuerst mehrmals von den Verlagen abgelehnt:
 - **Tagebuch der Anne Frank**
 - George Orwell's **Animal Farm**
 - Der erste **Harry Potter** von J.K. Rowling
 - John Grisham's **A Time to Kill** oder **The Firm**
 - John Kennedy Toole's **A Confederation of Dunces**
- **Wie viele «gute Bücher» wurden nicht publiziert, weil die Autoren das Glück (oder die Beharrlichkeit?) nicht hatten?**

Quelle: Mlodinow (2009)

Einführung

Beispiel: Eishockeyspieler

- **Verteilung der Geburtstage von Eishockeyspieler** in der Ontario Junior Hockey League:
 - 40% zwischen Januar und März
 - 30% zwischen April und Juni
 - 20% zwischen Juli und September
 - 10% zwischen Oktober und Dezember
- Magische Monate für Eishockeytalente?
- Nein, es ist **Auswahl, Differenzierung und Förderung**:
 - Ein Junge, der am 1. Januar geboren ist, spielt mit Jungen zusammen, welche bis zu einem Jahr jünger sind.
- ▶ **Wie viele junge Eishockeytalente hatten das Pech, im Dezember geboren zu sein?**

Quelle: Gladwell (2008)

Einführung

Beispiel: Karriere im Filmbusiness

- **Sherry Lansing** produzierte selber erfolgreich Filme (z.B. eine verhängnisvolle Affäre) bevor sie **CEO von Paramount Pictures** wurde.
- Nach 6 Jahren wurde sie entlassen, da der Marktanteil von Paramount sank.
 - 11.4%, 10.6%, 11.3%, 7.4%, 7.1%, 6.1%
- Dieser stieg jedoch gleich wieder an, was auf die Filme zurückzuführen ist, welche unter der Führung von Lansing aufgesetzt wurden (z.B. Krieg der Welten).
- ▶ **Lansing wurde entlassen, da der Vorstand nicht zwischen Glück und Können unterscheiden konnte.**
- ▶ **Jedoch hatte Lansing zuerst Glück und dann Pech...**

Quelle: Mlodinow (2009)

Unterscheidung von Glück und Können

Problematik

- Kahneman und Tversky berieten das israelische Militär, insbesondere die Instruktoren von Militärpiloten.
 - Sie sollten das Konzept der **positiven Bestärkung** bei ihren Piloten anwenden.
 - Die Instruktoren beharrten jedoch darauf, **dass Lob für einen Piloten nach einem guten Flugmanöver deren Leistung im nächsten Manöver verschlechterte**, während eine harsche Kritik nach einem schlechten Manöver des Piloten deren Leistung verbesserte.
- ▶ Die Instruktoren verstanden das Konzept «**Regression to the Mean**» nicht, d.h. sie konnten **nicht zwischen Glück und Pech unterscheiden**, obwohl sie die Piloten sehr gut kannten.

Quelle: Kahneman (2011)

Unterscheidung von Glück und Können

True Score Theory

$$\text{Ergebnis} = \text{Können} + \text{Glück}$$

- Einfaches Beispiel, um dies verstehen zu können:
 - Für die Prüfung sind 100 Fragen relevant.
 - Prüfungskandidat lernt nur 80.
 - In der Prüfung werden 20 zufällig ausgewählte Fragen abgefragt.
 - Genügt das Lernen, um durchzukommen?
- ▶ Deshalb wird in der akademischen Literatur zwischen Können und Glück durch **Persistenz, d.h. sich immer wieder wiederholenden Erfolg**, unterschieden.

Quelle: Mauboussin (2012)

Unterscheidung von Glück und Können

Weitere Schwierigkeiten

- ▶ **Für jede Tätigkeit ist Glück unterschiedlich wichtig.**
 - Intuition wie wichtig Glück ist: «Extra Verlieren»
- ▶ **Wie steht es mit dem «unternehmerischen Erfolg» und dem «Investieren»?**

Quelle: Mauboussin (2010)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Microsoft

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Forschungsfrage

- **Welchen Anteil hat Glück für den unternehmerischen Erfolg** im Vergleich zu Talent, Erfahrung, Ausbildung und harter Arbeit?
- **Richtiger Ansatz:** Sich wiederholendes Experiment
- **Möglicher Ansatz:** Alles was man nicht direkt erklären kann ist Glück (Glück als Residuum in einer Performance Regression)
 - Haben wir alle wichtigen Faktoren (Variablen)?
 - Wie wir gesehen haben, kann alles Glück sein (z.B. Alter)
- **Einfacher Ansatz:** Wir fragen Unternehmer direkt.

Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Unterschiede zwischen Unternehmer und Kontrollgruppe

	All	Entrepreneurs	Non-entrepreneurs	Difference
<i>Entrepreneurial skills</i>				
Education	14.12	14.47	13.92	0.55***
Working experience	28.27	24.42	30.59	-6.17***
Management experience	12.35	11.93	12.62	-0.70***
Previously successful entrepreneur	0.18	0.23	0.14	0.09***
<i>Personal characteristics</i>				
Risk-aversion	0.38	0.30	0.43	-0.13***
Overconfidence	0.13	0.21	0.08	0.14***
Internal locus of control	0.22	0.24	0.21	0.03***
Age	50.50	45.10	53.74	-8.64***
Female	0.23	0.18	0.26	-0.08***
Foreigner	0.12	0.16	0.09	0.08***
Protestant (proportion)	0.50	0.53	0.48	0.05***
<i>Identification variables</i>				
Career by chance	0.67	0.73	0.63	0.10***
Need for achievement	0.37	0.43	0.33	0.10***
Net wealth	12.56	12.63	12.52	0.11**
Connections	0.10	0.16	0.07	0.09***

Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Einschätzung der Unternehmer (1)

- Wie wichtig sind die folgenden Aspekte für den Geschäftserfolg: **Zufall, Erfahrung, Talent, Effort, Ausbildung und Beziehungen?**
 - Sehr wichtig (1) bis unwichtig (5)*

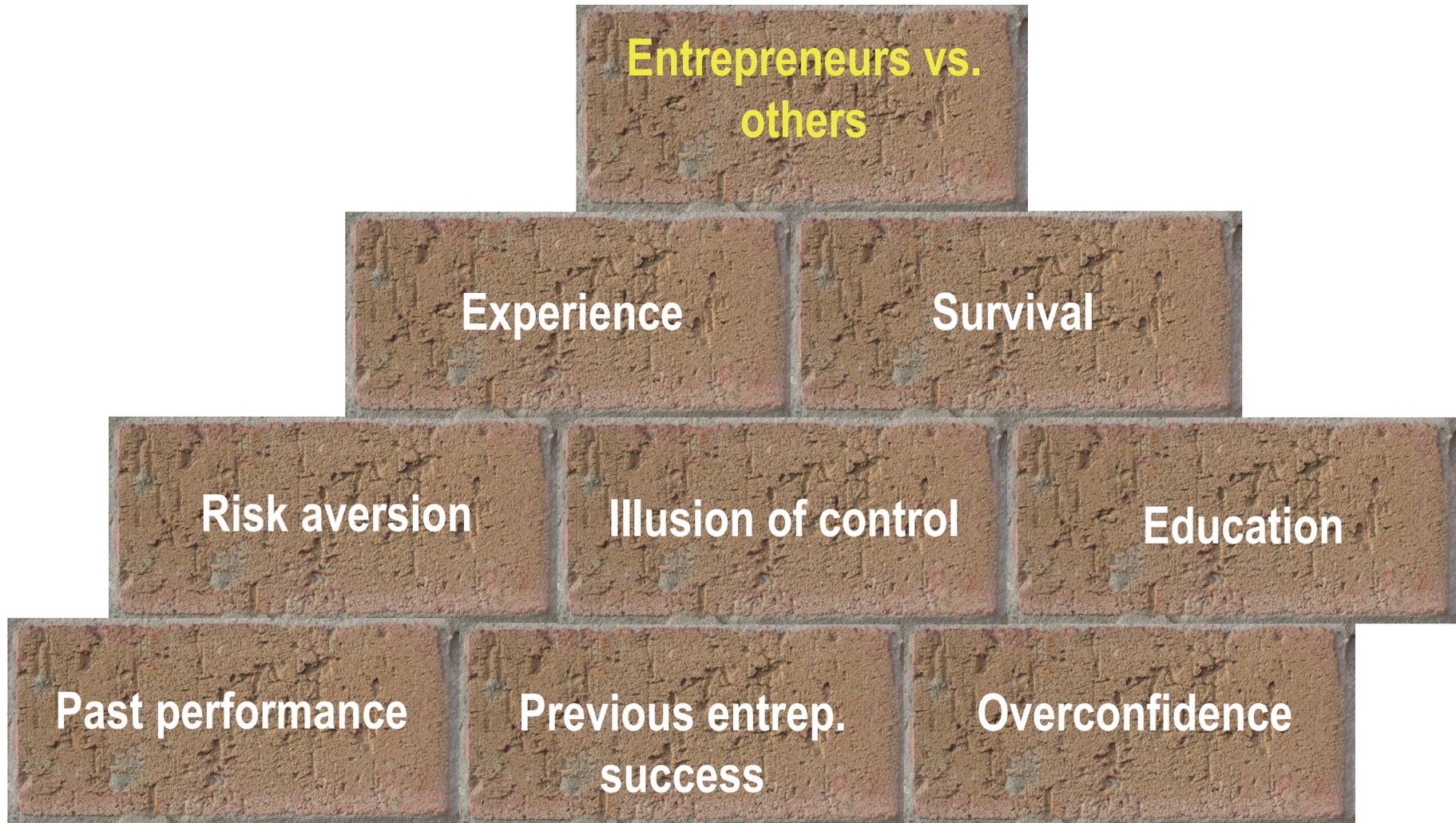
Ranking	Mean	St Dev	Min	Median	Max	Number of observations
Luck	4.50	1.86	1.00	5.00	6.00	3,018
Effort	1.58	1.18	1.00	1.00	6.00	3,063
Experience	1.94	1.39	1.00	1.00	6.00	3,055
Talent	1.61	1.13	1.00	1.00	6.00	3,054
Education	2.48	1.67	1.00	2.00	6.00	3,049
Connections	2.62	1.78	1.00	2.00	6.00	3,044

- ▶ **Unternehmer denken, dass Glück im Vergleich zu den anderen Aspekten eher unwichtig ist.**

Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Einschätzung der Unternehmer (2)



Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Unternehmerische Tätigkeiten

- Wie wichtig ist Zufall in folgenden **unternehmerischen Tätigkeiten**?
 - *Sehr wichtig (1) bis unwichtig (5)*

Area	Mean
Gaining customers	2.28
Establishing business connections	2.30
Conceiving the business idea	2.60
Establishing private connections	2.86
Optimal timing for entry	3.02
Finding employees	3.28
Obtaining financing	4.06
Securing suppliers	4.18

- Unternehmer unterscheiden zwischen den einzelnen Tätigkeiten.

Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Unternehmerischer Erfolg und Glück

Einschätzung von Glück und den Folgen

Wie wirkt sich die Einschätzung der Wichtigkeit von Glück auf die individuellen Handlungen der Unternehmer aus?

- Individuen, die Glück für einen ausschlaggebenden Faktor für den Unternehmenserfolg halten, **streben tendenziell keine unternehmerische Karriere an.**
- Unternehmer, die Glück für den Erfolg für bedeutend erachten, finanzieren sich **eher mit Eigenkapital als mit Fremdkapital.**
 - Risikoaversion und Selbstüberschätzung spielen keine Rolle, jedoch Locus of Control.

► Die unterschiedliche Einschätzung der Wichtigkeit von Glück führt zu unterschiedlichen Entscheidungen!

Quelle: Liechti, Loderer und Peyer (2012)

Investieren und Glück

Ausgangslange

**MSCI World
DM Index:
+/- 1600 Aktien***

**MSCI ACWI
All Cap Index
+/- 14'000 Aktien ***

**SEC
Registered
Investment
Advisors:
+/- 11'000***

Die Auswahl von Aktien ist riesig ...

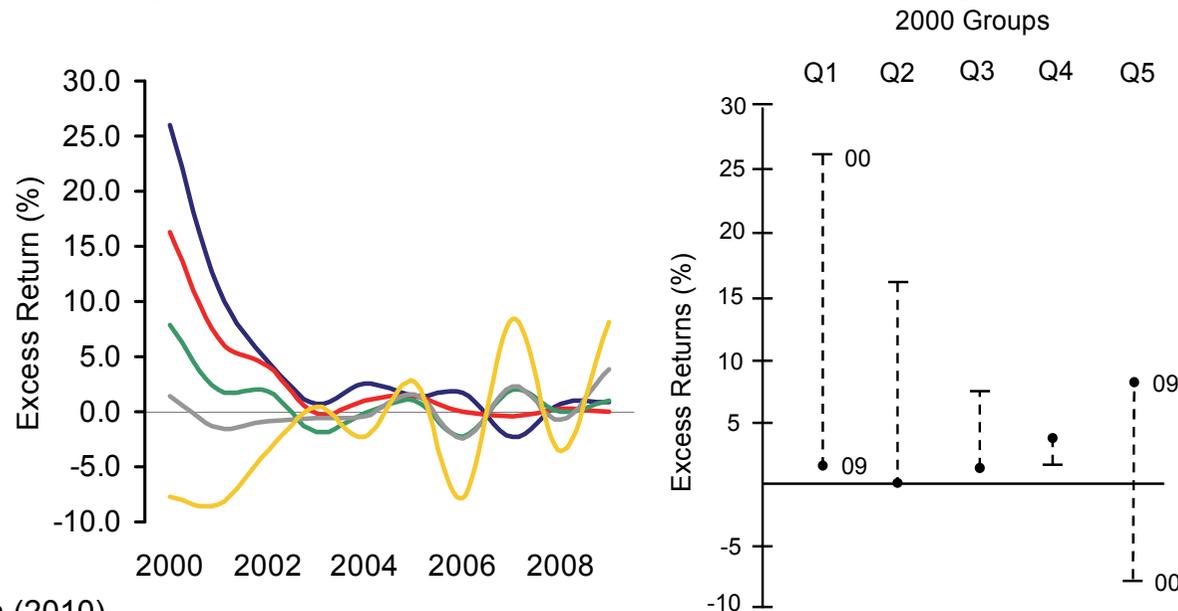
... so auch die Auswahl von Vermögensverwaltern

* Quelle: MSCI, SEC

Investieren und Glück

Wie wichtig ist Glück beim Investieren?

- Sehr viele Marktteilnehmer konkurrenzieren sich auf den Finanzmärkten, d.h. es ist alles **sehr kompetitiv**.
- Finanzmärkte sind ein **Nullsummenspiel** (Sharpe (1991)).
- Das Konzept **«Regression to the Mean»** ist auch auf Kapitalmärkten häufig anzutreffen. Beispiel: 700 Large Cap Fonds



Quelle: Mauboussin (2010)

- **Gibt es aber Evidenz für Können?**
- Grinblatt und Tittman (1992), Brown und Goetzmann (1995) sowie Carhart (1997) zeigen, dass es **Fonds gibt, welche persistent sind**.
 - Jedoch wird dieses Resultat eher durch die schlechteren Fonds getrieben.
 - Neuere Studien bestätigen, dass «wirklich fähige» Vermögensverwalter selten sind (z.B. Fama und French (2010)).
- ▶ **Sollte man also bei der Auswahl von Vermögensverwaltern nicht auf die Performance schauen?**

Investieren und Glück

Performance als Auswahlkriterium für Können

- Kumulierte Renditen ausgewechselter Vermögensverwalter von 3'400 Pensionskassen, Endowments und Stiftungen (Goyal und Wahal (2008)).

	Pre-event Period			Post-event Period		
	-3 to 0	-2 to 0	-1 to 0	0 to 1	0 to 2	0 to 3
Panel A: Cumulative Excess Returns						
Fired firms	2.03 (1.56)	-1.57 (1.51)	-0.11 (0.83)	1.83 (0.82)	3.14 (1.47)	4.26 (1.45)
Hired firms	11.55 (3.11)	7.55 (1.60)	4.46 (1.52)	1.34 (0.42)	2.26 (0.56)	3.23 (0.41)
Return differential (hired–fired)	9.52 (2.47)	9.12 (2.30)	4.56 (1.00)	-0.48 (0.78)	-0.88 (1.33)	-1.03 (1.14)
Number of round-trips	331	389	412	412	389	331

- ▶ **(Kurzfristige) Performance sollte generell nicht als Evidenz für Können betrachtet werden.**

Investieren und Glück

Was hilft dann?

- ▶ **Erkenntnis, dass Glück wichtig ist, kann Entscheidungen verbessern**
 - Hatte der Vermögensverwalter nur Pech oder ist er wirklich unfähig?
- ▶ **Unterscheidung zwischen Fundamentaldaten und Markterwartungen**
- ▶ **Strukturierter Prozess beim Investieren und bei der Auswahl von Vermögensverwaltern**

- ▶ **Das Ergebnis für die meisten Aktivitäten ist eine Kombination zwischen Glück und Können**
- ▶ **Je wichtiger Glück, desto eher kommt das Konzept «Regression to the Mean» vor**
- ▶ **Unterscheidung, ob ein Ergebnis aufgrund von Können oder Glück entstanden ist – ist oftmals schwer, aber nicht unmöglich**
- ▶ **Eine gute Einschätzung, ob Glück für eine Tätigkeit wichtig ist, kann zu besseren Entscheidungen führen**

**Besten Dank für die Aufmerksamkeit...
und viel Glück!**



- Brown, S.J., Goetzmann, W.J., 1995. Performance Persistence. *Journal of Finance* 50.
- Carhart, M.M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52.
- Gladwell, M., 2008. *Outliers. The Story of Success.* Little, Brown and Company.
- Grinblatt, M., Titman, S., 1992. Performance Persistence in Mutual Funds. *Journal of Finance* 47.
- Kahneman, D., 2011. *Thinking, fast and slow.* Penguin Books.
- Frazzini, A., Kabiller, D., Pedersen, L.H., 2012. Buffet's Alpha. Working Paper.
- Liechti, D., Loderer, C., Peyer, U., 2012. Luck and Entrepreneurial Success. Working Paper.
- Malkiel, B.G., 2007. *A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing.* Norton Book.
- Mauboussin, M.J., 2010. *Untangling Skill and Luck. How to Think About the Outcomes – Past, Present, and Futures.* Legg Mason Capital Management.
- Mauboussin, M.J., 2012. *The Success Equation: Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing.* Harvard Business School Publishing.
- Mlodinow, L., 2009. *The Drunkard's Walk. How Randomness Rules Our Lives.* First Vintage Books Edition.
- Sharpe, W.F., 1991. The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal* 47.



Financial Consulting, Controlling & Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch
www.ppcmmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-mail nyon@ppcmetrics.ch
www.ppcmmetrics.ch

Die PPCmetrics AG (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset- und Liability-Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling).