Flossbach von Storch

Aktien

Im Bann der Prognosen

12.02.2026 - Dr. Kai Lehmann

In den USA neigt sich die Berichtssaison dem Ende zu. Wenn die Zahlen der Unternehmen nicht den Erwartungen entsprechen, werden die Aktien abgestraft. Das wissen die Manager – und beugen vor.

In diesen Tagen richten sich die Blicke der Anlegerinnen und Anleger wieder in die USA. In der aktuell laufenden Berichtssaison präsentieren die Unternehmen ihre Geschäftszahlen für das vergangene Jahr.

Traditionell sind es die großen US-Banken, die als Erste ihre Bücher öffnen. Ihre Ergebnisse werden mit Spannung erwartet, denn sie dienen als Frühindikatoren für den Zustand der gesamten Wirtschaft. Wenn klar wird, wie sich Kreditvolumen, Finanzierungskonditionen und Ausfallraten entwickelt haben, lässt sich grob abschätzen, wie sich die anderen Branchen geschlagen haben.

Doch ganz unabhängig davon, welcher Branche ein Unternehmen angehört – eines scheint im aktuellen „Earnings Game“ gewiss: Große Überraschungen dürften wohl auch diesmal nur die Ausnahme sein. Trotz launischer Konsumenten, einer erratischen Handelspolitik und der omnipräsenten Frage, wie sich das Thema Künstliche Intelligenz (KI) schon in den Gewinnen niederschlägt, weiß „der Markt“ in der Regel recht genau, was er von den Unternehmen erwarten kann – und was nicht.

Denn die Unternehmenslenker verstehen es normalerweise sehr gut, die Erwartungen von Analysten und Investoren im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation zu lenken. Sie betreiben ein sogenanntes „Expectations Management“, möchten mit einer professionellen Kommunikation böse Überraschungen vermeiden.

Dabei ist Diplomatie gefragt. Sind die Einschätzungen des Markts, etwa zur Umsatz- und Gewinnentwicklung, aus Sicht der Unternehmensleitung zu hoch, wird der Ton des Managements auf Konferenzen oder Kapitalmarkttagen gerne etwas verhaltener. Sind sie zu pessimistisch, lässt man etwas mehr Euphorie durchblicken, etwa indem bilanzielle Rückenwinde von jüngst gefallenen Material-, Arbeitskosten oder dem zuletzt gefallenen US-Dollar stärker hervorgehoben werden.

Das geschieht meist eher subtil, um keine allzu präzisen Erwartungen zu schüren. Das Ziel des Managements: eine einschlägige Messlatte zu erzeugen, von der man erwartet, sie mit großer Sicherheit übertreffen zu können. Bedingung: Das Management möchte unter allen Umständen vermeiden, die Erwartungen des Kapitalmarkts zu verfehlen.

Die Macht des Marktes

Die Vorsicht ist berechtigt. Mit Enttäuschungen gehen Kurs- und Vertrauensverluste einher. Wie empirische Untersuchungen zeigen, werden negative Überraschungen an der Börse weitaus stärker abgestraft, als ein identisches Übertreffen der Erwartungen honoriert wird. Im Gegensatz dazu steigt das Vertrauen, wenn die Erwartungen in den Zahlenwerken regelmäßig eingehalten oder (noch besser) leicht übertroffen werden.

Wenn „man“ weiß, was man bekommt, wirkt sich das spürbar positiv auf die Aktienbewertung, die Finanzierungskosten des Unternehmens und die Volatilität des Aktienkurses aus. Zudem kann sich das Management mit der Zeit einen Reputationsgewinn erarbeiten. Wer es vermag, Umsatz und Gewinn verlässlich vorherzusagen, der versteht offenbar sein Geschäft.

Die Analysten wiederum sind in ihren Einschätzungen ebenso wenig unbefangen, da sie selbst Teil des Erwartungsapparats sind. Neben anderen Anreizen, beeinflusst auch die Beziehung zum Management die Einschätzungen. Dabei meiden Analysten sowohl zu negative als auch zu ambitionierte Einschätzungen, da beides das Verhältnis zum Unternehmen und damit den Zugang zu wertvollen Informationen gefährden kann.

Kommunikation ist ein komplexes Geschäft. Wir wollten einmal wissen, wie sich das in der Praxis auswirkt und haben auf Basis von Bloomberg-Daten mehr als 27.000 Quartalsergebnisse von Unternehmen des breiten US-Aktienindex S&P 500 zu den Umsatzerlösen und den Jahresergebnissen ausgewertet. Die Ergebnisse erscheinen uns in mehrfacher Hinsicht interessant.

- Seit dem Jahr 2019 wurden mehr als dreimal so viele Analystenschätzungen übertroffen wie verfehlt. Konkret wurden etwa 70 Prozent der Schätzungen übertroffen, während nur gut 20 Prozent verfehlt wurden. Jede zehnte Einschätzung wird in etwa erfüllt.

- Bei den Ergebnisschätzungen sind die Anteile der positiven „Überraschungen“ mit 78 Prozent überproportional hoch. Demgegenüber wurden hier nur knapp 18 Prozent der Schätzungen verfehlt. Diese Feststellung lässt sich mit bilanzpolitischen Spielräumen erklären („Earnings Management“). Diese sind beim Jahresergebnis größer als bei den Umsatzerlösen. So lassen sich bestimmte Aufwendungen und Erträge gezielt auf der Zeitachse verschieben, etwa indem die Abschreibungsdauer verändert oder Rückstellungen gebildet (oder aufgelöst) werden.

- Neben den relativen Anteilen ist auch die Konsistenz, mit der die Erwartungen innerhalb des Beobachtungszeitraums (über-)erfüllt werden, auffällig. Zu keinem Zeitpunkt werden mehr Einschätzungen verfehlt als übertroffen. Selbst im zweiten Quartal 2020 ist der Anteil an verfehlten Ergebnissen mit nur gut einem Viertel überschaubar, was angesichts der Dynamik, mit der das Corona-Virus das Wirtschaftsleben zum Erliegen brachte, überraschend ist.

Konkret haben die Unternehmen die Ergebnisschätzungen der Analysten in diesem Quartal im Durchschnitt um ganze 0,5 Prozent übertroffen. Die Analysten vermochten es also trotz der hohen Verunsicherung, die zu diesem Zeitpunkt vorherrschte, sehr präzise Vorhersagen zu treffen.

Problematisch wird das „Earnings Game“, wenn das Einhalten von Quartalsergebnissen zur obersten Maxime wird und die kurzfristige Ausrichtung strategisch die langfristige dominiert. Erliegt das Management dem institutionellen Imperativ und hetzt von Quartalsergebnis zu Quartalsergebnis, so ist eine auf finanzielle Nachhaltigkeit ausgerichtete Unternehmensführung kaum möglich.

Entwicklungen wie bei General Electric oder Intel in den 2000er-Jahren dienen hier als mahnende Beispiele. Hinzu kommt: Mit der Zeit gewöhnt sich der Markt an ein stetiges Übertreffen. Sind Unternehmen ständig zu vorsichtig, preist der Markt dies bereits im Vorfeld ein. Mit dem Ergebnis, dass bereits das Einhalten der eigenen Prognosen als Enttäuschung gewertet wird.

Dies kann eine dynamische Erwartungsspirale in Gang setzen, die die nachhaltige Unternehmensentwicklung gefährden kann. Unterm Strich kennt dieses Spiel also keine Gewinner, weshalb etwa Investorenlegende Warren Buffett Unternehmen rät, erst gar keine Prognosen abzugeben.

Was machen wir daraus?

Professionelle Geldanlage ist kein Stammtisch-Geplauder. Als langfristig orientierter Investor verfolgen wir das „Earnings Game“ mit einer gewissen Distanz. Für uns ist unerheblich, ob die Erwartungen der Analysten in einem bestimmten Quartal auf die Nachkommastelle genau eingehalten werden. Wir wissen um die Befangenheit der Akteure. Viel entscheidender ist aber, dass wir unsere Beteiligungen und Portfolios langfristig steuern.

Für uns ist entscheidend, ob wir (nach wie vor) von den Wachstumschancen und der Resilienz des Geschäftsmodells, dem Management und der bilanziellen Qualität eines Unternehmens überzeugt sind – und ob der Aktienkurs in einem attraktiven Verhältnis zu diesen Qualitätsmerkmalen steht.

Über die verfassende Person
Dr. Kai Lehmann
Dr. Kai Lehmann ist Senior Research Analyst bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine

individuelle Anlageberatung.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.