

## Versteckte Portfoliorisiken erkennen

### Autor



Robert M. Almeida  
Portfoliomanager und  
Global Investment Strategist

### Im Überblick

- Wie Krankheiten kommen Portfolioverluste oft ohne Vorwarnung.
- Wenn ein Konjunkturzyklus in die Jahre kommt, entwickeln sich die Unternehmensgewinne nach GAAP und die bereinigten Gewinne oft stärker auseinander. Alle Abweichungen müssen kritisch überprüft werden – am besten von erfahrenen Portfoliomanagern mit den nötigen Kapazitäten.
- Ob es um unsere Gesundheit oder um Portfolios geht – die wahren Risiken sind nicht leicht zu erkennen. Wie bei schwer zu diagnostizierenden Krankheiten halten wir auch bei Portfoliorisiken Prävention für wichtig.

### Versteckte Risiken

Zu den weltweit häufigsten Todesursachen zählen Krebs und degenerative Krankheiten des Nervensystems. Beides ist nicht leicht zu diagnostizieren, und oft gibt es nicht einmal Biomarker. Trotz aller Fortschritte der Medizin werden solche Erkrankungen daher häufig viel zu spät entdeckt.

Die meisten Anlageexperten setzen Risiko mit Volatilität gleich. Sie ist klar definiert und leicht messbar – und ein nützlicher Indikator für die mögliche Spanne künftiger Ergebnisse. Doch wie manche Krankheiten aus heiterem Himmel kommen, können auch Kurse ohne Vorwarnung und Aussicht auf Besserung einbrechen. So war es gerade erst bei zwei großen Unternehmensinsolvenzen in den USA. Viel war in den Medien von betrügerischen Machenschaften und hohen Verlusten die Rede. Uns geht es hingegen um die Lehren für Anleger.

### Mehr Gewinnbereinigungen, wenn der Konjunkturzyklus andauert

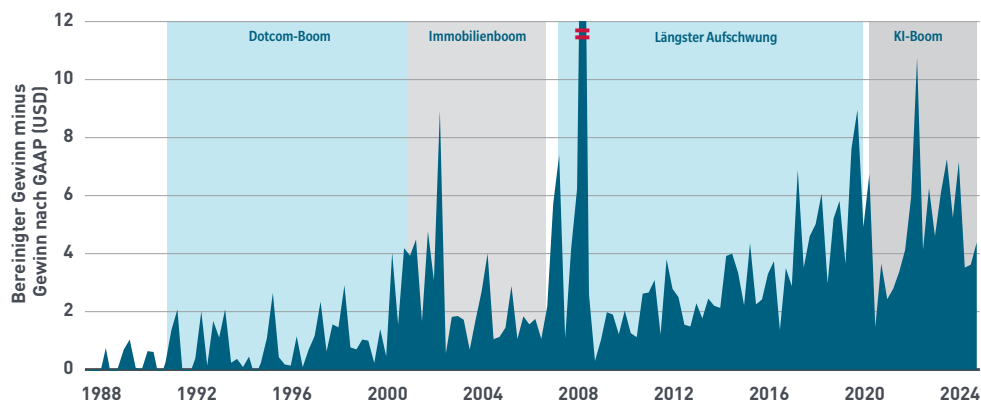
In den USA verlangt die Securities and Exchange Commission von börsennotierten Unternehmen einen Gewinnausweis nach den Generally Accepted Accounting Principles, kurz GAAP. Demnach müssen sämtliche Ausgaben berücksichtigt werden, auch unregelmäßige oder nicht zahlungswirksame. In anderen Ländern gilt mit den International Financial Reporting Standards (IFRS) oft ein ähnlicher Rahmen.

Natürlich kann die Geschäftsleitung den Gewinnausweis nach GAAP oder IFRS um bereinigte Zahlen ergänzen, die die Lage des Unternehmens ihrer Ansicht nach besser abbilden.

Oft sind die bereinigten Gewinne höher als die Gewinne nach GAAP oder IFRS. Wie die folgende Abbildung auf Basis allgemein verfügbarer US-Daten zeigt, schwankt der Abstand aber. Meist ist er umso größer, je länger der Konjunkturzyklus dauert.



**Abbildung 1: Der Abstand wächst, wenn der Konjunkturzyklus in die Jahre kommt**



Quelle: Haver Analytics. Quartalsdaten vom 31. März 1988 bis zum 30. Juni 2025 (aktuellste verfügbare Daten). Bereinigte Gewinne je Aktie (EPS) definiert als Gewinne nach Steuern ohne laufende Restrukturierungskosten. Gewinne je Aktie nach GAAP definiert als offiziell ausgewiesene Nachsteuergewinne aus der laufenden Geschäftstätigkeit.

Zu Beginn eines Aufschwungs sind die Faktorpreise niedrig, und die Anlegererwartungen halten sich in Grenzen. Wenn die Wirtschaft wächst, steigt die Nachfrage nach Kapital, Arbeit und Gütern. Die Umsätze nehmen zu, die Kosten aber auch. Gewinnvergleiche werden schwieriger, vor allem, wenn einem Unternehmen neue Konkurrenz droht oder es die Preise nicht so stark anheben kann, wie die Kosten steigen.

Da die Aktienbewertungen im Laufe des Konjunkturzyklus steigen, achten professionelle Investoren genau auf Anzeichen für fundamentale Schwächen. Die Geschäftsleitungen sind daher bestrebt, möglichst hohe Gewinne auszuweisen. Sie addieren Ausgaben, die sie als „einmalig“ oder „nicht regelmäßig“ bezeichnen, wieder hinzu, damit die Zahlen besser werden.

Natürlich liefern die so ermittelten Gewinne Anlegern wichtige Informationen. Dennoch sollte man bei übermäßigen Bereinigungen vorsichtig sein.

Die Zeit von 2009 (dem Ende der internationalen Finanzkrise) bis 2021 (der Erholung nach Corona) war außergewöhnlich. Die Kapitalkosten wurden künstlich gedrückt, auf das niedrigste Niveau seit Beginn der Erhebungen. Weil sich die Unternehmen vor allem mit Finanztransaktionen befassten, statt in Produktivkapital zu investieren, stagnierte das Wirtschaftswachstum. Unternehmen begaben Anleihen und schütteten das eingeworbene Kapital über Dividenden und Rückkäufe an ihre Aktionäre aus. Außerdem übernahmen sie andere Unternehmen, um das fehlende organische Umsatzwachstum auszugleichen.

2022 änderte sich das dann drastisch. Jetzt wurde das Kapital nicht mehr an die Aktionäre ausgeschüttet, sondern investiert – in den Aufbau von KI, die Neuausrichtung der Lieferketten und andere langfristige Aktiva.

Geschäftsleitungen sprechen gern von großen Einsparungen durch Künstliche Intelligenz. Aber kurzfristige Effizienzgewinne werden durch den Wettbewerb oft wieder zunichtegemacht. Dieselbe Technologie, die Einsparungen ermöglicht, senkt oft auch die Markteintrittschancen. Wenn neue Unternehmen an den Markt kommen, verschärft sich der Wettbewerb. Preiskriege drohen, und die Gewinnmargen fallen wieder auf das alte Niveau, wenn nicht darunter.



Wenn KI die Gesellschaft wirklich so stark verändert wie die Dampfmaschine, die Elektrizität oder das Internet, entstehen Branchen und Dynamiken, die wir uns heute noch nicht vorstellen können. Als Amazon 1995 sein erstes Buch im Internet verkaufte, rechneten wohl nur wenige damit, dass man 30 Jahre später Taxis, Lebensmittel und Medien mit dem Smartphone bestellen kann. Verbraucher haben dadurch mehr Wahlmöglichkeiten. Das Leben wird bequemer und billiger. Langfristig wirkt Technologie deflationär.

Angesichts der zurzeit höheren Faktorkosten und des mäßigen Wachstums – und der schöpferischen Zerstörung durch neue Technologien – haben sich die Rahmenbedingungen verändert. Die Aktiva aus der Zeit des geringen Umsatzwachstums und der niedrigen Zinsen mögen damals attraktiv gewesen sein, oder vielleicht auch nicht. Daher müssen jetzt alle Abweichungen von den Gewinnen nach GAAP kritisch überprüft werden – am besten von erfahrenen Portfoliomanagern mit den nötigen Kapazitäten.

### Fazit

Ob es um unsere Gesundheit oder um Portfolios geht – die wahren Risiken sind nicht leicht zu erkennen. Wie bei schwer diagnostizierbaren Krankheiten halten wir auch bei Portfoliorisiken Prävention für wichtig.

Für uns als fundamentale Investoren bedeutet das, dass wir alles kritisch hinterfragen müssen. Wir glauben, dass Unternehmen gemieden werden sollten, deren bereinigte Gewinne zu sehr über den GAAP-Gewinnen liegen oder denen schärferer Wettbewerb droht. Setzen Sie stattdessen auf Firmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen. Sicher ist das leichter gesagt als getan. Aber in der derzeitigen Übergangsphase ist es wichtig. „Survival of the least fit“ war gestern. Jetzt heißt es wieder „Survival of the fittest“. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

### GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

**Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.