

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

- 16 Anleihen zur Wiederbelebung der EU
- 17 Arbeitslosenzahlen werden steigen
- 18 Künstliche Intelligenz im Vormarsch
- 19 «Weltweiter fiskalischer Gegenwind»

## Der Fall Wirecard und die Lehren für Anleger

Das Debakel zeigt, wie wichtig Diversifikation und Rebalancing sind. Stock Picker sollten den Cashflow prüfen und kritische Medienberichte ernst nehmen.

PETER ROHNER

Es ist der grösste Anlegerskandal der deutschen Börsengeschichte: Wirecard. Der Zahlungsabwickler hat über Jahre die Zahlen gefälscht. Das Ganze flog auf, als rund 2 Mrd. € nicht mehr auffindbar waren. Der Aktienkurs brach von einst 188 € auf 2,50 € zusammen. Viele deutsche Sparer haben durch den Betrug eine Menge Geld verloren. Aber auch Bankanalysten und Investmentprofis sind dem Management auf den Leim gekrochen. Berufsrisiko? Keinesfalls, findet Fondsmanager Georg von Wyss von Braun, von Wyss & Müller (BWM): «Wenn man weiss, wie man eine Bilanz liest.»

Doch auch ohne vertiefte Buchhaltungskennntnisse können Anleger einen grösseren Schaden im Depot durch eine einzelne Aktie verhindern, etwa mit einer grossen Streuung der Risiken und disziplinierter Ausbalancierung der Gewichtung. Auf Qualität zu achten, hilft dagegen nicht. Und die Strategie, nur das zu kaufen, was man auch wirklich versteht, erfordert sehr viel Arbeit und Zeit. Auch dass man bei Blue Chips aus den Industriestaaten weniger genau hinschauen muss als bei kleinen Aktien aus exotischen Ländern, ist ein Trugschluss. Wirecard ist ein Dax-Unternehmen aus Aschheim bei München.

«Finanz und Wirtschaft» ist deshalb der Frage auf den Grund gegangen, welches die wichtigsten Lehren aus dem Fall Wirecard sind und mit welchen Faustregeln sich künftige Wirecards umschiffen oder Verluste begrenzen lassen.

1

### Diversifizierte Passivanlagen statt Einzeltitel

Aus dem Wirecard-Debakel können Anleger viele Lehren ziehen. Die wohl einfachste lautet, Investitionen in Einzelaktien zu meiden und das Geld stattdessen in Fonds anzulegen, um das Risiko möglichst breit zu streuen.

Dieser Ansicht ist Burkhard Varnholt, Anlagechef der Credit Suisse. «Engagements in Einzelaktien bergen ein unternehmensspezifisches Risiko, das sich durch Diversifikation vermeiden lässt», schreibt Varnholt in einem Anlagekommentar. Solche diversifizierbaren Risiken würden von den Finanzmärkten aber nicht entschädigt – das ist eine der Erkenntnisse, für die William Sharpe 1990 den Wirtschaftsnobelpreis erhielt. Auf einzelne Aktien zu wetten, lohnt sich also nicht. Man geht damit ein unnötig höheres Risiko ein, ohne viel mehr Rendite zu erzielen.

Angewandt auf Wirecard ist die Rechnung simpel: Mit einem handelsüblichen Indexfonds oder ETF auf den deutschen Aktienindex Dax haben Anleger den Totalausfall des Zahlungsabwicklers fast schmerzfrei überstanden. Selbst zu den besten Zeiten hatten die Wirecard-Aktien im Dax ein Gewicht von weniger als 2%. Um so viel hat der Absturz den ETF nach unten gezogen. Noch geringer war der Schaden in einem globalen, nach Marktkapitalisierung gewichteten Portfolio.

2

### Portfolio regelmässig «rebalancieren»

Wegen eines Betrugsfalls wie Wirecard gleich den Bittel hinzuwerfen und nur noch passiv zu investieren, geht vielleicht etwas zu weit – vor allem für Leser und Leserinnen der FuW, die gut informiert sind und denen ein Grundverständnis der Fi-



Wer als Anleger einfache Faustregeln befolgt, kann verhindern, dass ein Fall wie Wirecard das Depot ruiniert.



Auffällige Geldflüsse		
Cashflow-Statement von Wirecard		
Mio. €	2017	2018
Nettoertrag	256,1	347,4
Abschreibungen und Amortisationen	98,7	122,0
Zahlungsunwirksame Posten	-30,2	64,9
Änderung des zahlungsunwirksamen Working Capital	238,9	215,3
<b>Cashflow aus Betriebstätigkeit</b>	<b>563,5</b>	<b>749,6</b>
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-357,1</b>	<b>-231,7</b>
Dividende	-19,8	-22,2
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>356,9</b>	<b>303,4</b>
Wechselkurseffekt	1,1	-14,6
<b>Netto-Cashflow</b>	<b>564,4</b>	<b>806,7</b>



nanzmärkte und Unternehmenskennzahlen zugetraut werden kann. Darüber hinaus liegt der Reiz am Stock Picking nicht nur in der Hoffnung auf einen besseren Anlageertrag, sondern auch darin, sich mit einem Unternehmen auseinanderzusetzen und sich dort zu engagieren.

Verfechter eines aktiven Anlagestils könnten im Fall Wirecard ausserdem argumentieren, dass passive Investoren auch kaum am kometenhaften Anstieg vor dem Kollaps teilgenommen haben. Für sie lautet die Frage also eher, wie sich sicherstellen lässt, dass man rechtzeitig aussteigt. Dazu muss man nicht zwingend jede Unternehmensmeldung interpretieren können, es hilft schon viel, die Grundregeln des Portfolio-Rebalancing zu verfolgen. Darunter versteht man die Rückführung auf die strategisch festgelegte Ausgangsposition, wenn sich die Gewichte der Aktien durch die unterschiedliche Kursentwicklung verschoben haben. Der Fall Wirecard führt vor Augen, wie wichtig das Ausbalancieren ist.

Dazu ein Beispiel: Angenommen, ein Anleger investierte Ende 2016 5% des Portfolios in den deutschen Zahlungsabwickler. Dann ist durch die Vervierfachung des Wirecard-Kurses bis 2018 das Gewicht auf 15% gestiegen, während die übrigen Aktienkurse im gleichen Zeitraum 20% zulegten. Um solche Klumpenrisiken zu vermeiden, müssen Anleger die Disziplin haben, Gewinne mitzunehmen und zur Ausgangsgewichtung zurückzukehren.

Noch besser ist, Titel wie Wirecard gar nicht erst ins Depot zu nehmen. Allerdings stellt sich dann die Frage, worauf Anleger achten müssen, dass sie nicht

auf klingende Storys wie jene des deutschen Fintech-Überfliegers mit globaler Expansionsstrategie hereinfallen.

3

### Die Geldflussrechnung kritisch prüfen

Die Geldflussrechnung bzw. das Cashflow-Statement ist neben der Erfolgsrechnung und der Bilanz das dritte Element der Rechnungslegung. Ihre Bedeutung wird in der Unternehmensanalyse oft unterschätzt. Im Fall von Wirecard hätte ein kritischer Blick auf die Cashflows genügt, um Auffälligkeiten zu erkennen und skeptisch zu werden, sagt Peter Frech, Fondsmanager beim Schweizer Vermögensverwalter Quantex. Wirecard habe einen grossen Free Cashflow ausgewiesen, aber kaum Dividenden ausgeschüttet und dafür netto ständig Schulden aufbaut. In den Jahren 2017 und 2018 betrug Wirecards Cashflow aus der Betriebstätigkeit 564 Mio. resp. 750 Mio. €. Der Netto-Cashflow lag bei 564 und 807 Mio. €. Nur rund 20 Mio. € flossen in Form von Dividenden den Aktionären zu (vgl. Tabelle).

So etwas ist gemäss Frech suspekt und deutet darauf hin, dass der Cashflow gar nie da war und das Management davon gewusst hat. Sein Rat an Anleger, die einzelne Aktien selbst auswählen: Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit sollte negativ sein. Das zeige, dass netto Geld etwa in Form von Dividenden aus dem Unternehmen fliesse, und das sei der beste Beweis dafür, dass das Geld auch da sei. «Es

zeugt von einer aktionärsfreundlichen Unternehmenspolitik und schützt Anleger davor, auf einen Betrug hereinzufallen.» Mit dieser Faustregel lassen sich Fälle wie Wirecard weitgehend ausschliessen, ist Frech überzeugt.

4

### Auf die Bewertung der Aktien achten

Die Bewertung liefert kein Patentrezept. Vor allem dann, wenn Kennzahlen wie Gewinn oder Cashflow frisiert oder gar falsch ausgewiesen werden und dadurch alle Multiples und Ratios tiefer erscheinen, die solche Verhältniszahlen im Nenner haben. Doch im Fall Wirecard hätte selbst ein Blick auf einfache Bewertungsmaassnahmen konservative Investoren vor einem Engagement abhalten müssen.

Die Aktien waren nie wirklich günstig bewertet und in den vergangenen Jahren sogar eher teuer. Schon bevor die Titel 2017 Fahrt aufnahmen, lag das nachlaufende Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) um die 20 und stieg dann im Zuge des Hype auf über 70. Das Verhältnis von Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value, EV) zum Betriebsgewinn (auf Stufe Ebitda) war stets deutlich über 10 und kletterte 2018 bis auf 40 (vgl. rechte Grafik).

Während ein konservativer Bewertungsfilter Anleger vor Wirecard bewahrt hätte, hätten dagegen Qualitätskriterien in diesem Fall wenig geholfen. Denn wenn man Qualität anhand einer soliden Bilanz und stabilen Eigenkapitalrendite defi-

niert, hat man bei Betrugsfällen wie Wirecard ein Problem. Wegen des ausgewiesenen Cashs, der sich später als inexistent herausstellte, war die Nettoverschuldung immer unter null. Die meiste Zeit lag der sogenannte Z-Score von Altman, der das Insolvenzrisiko eines Unternehmens bemisst, in der sicheren Zone über 3.

5

### Medienberichte und Short Seller ernst nehmen

Wenn Leerverkäufer (Short Seller) und Medien zusammenspannen, können sie ein Unternehmen in Schwierigkeiten bringen. Bei solcher Vorgehensweise haben in der Vergangenheit Attacken auch schon ins Leere gezielt, doch in der Regel ist an den Anschuldigungen etwas dran. Denn Leerverkäufer und auch Journalisten riskieren sonst eine Klage. Also Finger weg von solchen Aktien, besonders dann, wenn einem selbst Auffälligkeiten im Cashflow-Statement aufgefallen sind.

Im Fall von Wirecard hat Journalist Dan McCrum im Dienst der «Financial Times» schon 2015 kritische Artikel zum deutschen Zahlungsabwickler verfasst. Wenn eine der renommiertesten Finanzzeitungen der Welt eine Serie mit dem Titel «House of Wirecard» lanciert, kann man annehmen, dass die Vorwürfe nicht aus der Luft gegriffen sind – und auch, dass sie sich nicht von skrupellosen Leerverkäufern instrumentalisieren lässt.

Für Privatanleger empfiehlt sich das Vorsichtsprinzip: Das bedeutet, sich von Aktien eines Unternehmens zu trennen, wenn es ins Visier von Leerverkäufern gerät und sich kritische Medienberichte häufen, und zwar selbst wenn sich – wie im Fall von Wirecard – die Aufsichtsbehörde auf die Seite des Unternehmens schlägt und es mit den Aktien immer wieder von Neuem nach oben geht. Value-Investor von Wyss bringt es auf den Punkt: «Im Fall von Wirecard hätte ein Stock Picker nur ein FT-Abonnement benötigt.»

6

### Skepsis bei hohem Coupon in strukturierten Produkten

Augenfällig war die Gefahr in Wirecard am Coupon in strukturierten Produkten. 20% und mehr pro Jahr wurden den Anlegern von Barriereprodukten im Frühling geboten, im Juni stieg der Coupon über 40%. Das ist ohne grosses Risiko nicht möglich. Zwar wurde die Verlustgefahr durch einen grossen Sicherheitspuffer gemindert. Der Abstand zur Barriere erlaubte es, einen Kurseinbruch der Aktie von bis zu 50% schadlos zu überstehen. Dennoch muss ein solch übermässiger Coupon stutzig machen, gerade auch dann, wenn der Anleger nicht gänzlich versteht, wie das Produkt konstruiert ist. Ein üppiger Coupon und ein grosser Sicherheitspuffer sind möglich, wenn die am Markt erwartete Volatilität einer Aktie äusserst hoch ist.

Ein Baustein im Barriereprodukt ist eine verkaufte Put-Option (Short-Position). Für sich allein dient ein Kauf des Puts normalerweise zur Absicherung, er ist deshalb bei grossem Risiko und hoher Volatilität teuer. So ist auch der Erlös aus dem verkauften Put hoch, womit sich im Barriereprodukt der übermässige Coupon und der markante Sicherheitsabstand konstruieren lassen.

In strukturierten Produkten gilt wie überall: je höher der erwartete Ertrag, desto grösser ist auch die Verlustgefahr. Wirecard hat diesen Grundsatz für Anleger schmerzlich bestätigt.

BILD: HOLGER SCHEIBE/THE IMAGE BANK/GETTY IMAGES