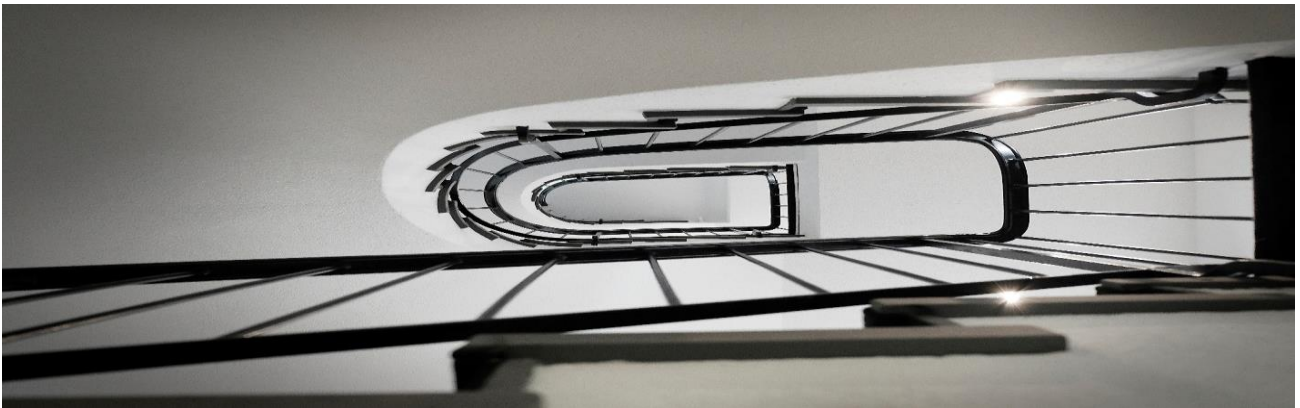


FINANZBRIEF

Juni 2020



INHALT

Nach der Corona-Krise – wird nun alles wie vorher?	2
Schneller Kursanstieg nach der Krise – wie geht es weiter?	5
Die Goodwill-Falle schnappt zu	8
Der Wirecard-Skandal – hat es noch weitere Unternehmen mit Leichen im Keller?	11

NACH DER CORONA-KRISE – WIRD NUN ALLES WIE VORHER?

Die Entwicklung der Börse nimmt eine positive Wirtschaftsentwicklung vorweg und zeigt uns, dass die Wirtschaft wieder wachsen wird. Es gibt viele Gründe anzunehmen, dass sich die Wirtschaft tatsächlich relativ rasch von dieser Krise erholen wird. Damit stellt sich die Frage, ob tatsächlich wieder alles wie früher wird – sieht die Wirtschaft im Sommer 2021 tatsächlich wieder gleich aus wie im Sommer 2019?

Die Erfahrung aus vergangenen Krisen zeigt uns, dass bisher jede Krise die Wirtschaft und das Verhalten der Konsumenten sowie Marktteilnehmern verändert hat. Nach der Krise ist nicht alles wie vor der Krise. Es entsteht viel Neues und Positives. Bei Anlageentscheidungen ist es wichtig, diese Trends frühzeitig zu erkennen und nicht einfach den alten Mustern nachzuleben.

Eine Wirtschaftskrise, die so scharf und einschneidend ist wie die Corona-Krise, legt Strukturschwächen erbarmungslos offen. Branchen, Geschäftsmodelle und Unternehmen, die sich vielleicht bei guter Konjunktur noch über Wasser halten konnten, aber strukturelle Schwächen aufweisen, werden in einer Krise besonders stark abgestraft. Sie werden sich nach der Krise gar nicht mehr oder mindestens nicht mehr in gleicher Weise erholen. Anleger sind häufig der Meinung, dass diejenigen Titel, die in einer Krise am meisten einstürzen, nach Überwindung der Krise am meisten ansteigen werden. Dies trifft jedoch nicht zu, wenn ein Unternehmen oder eine ganze Branche an einem Strukturproblem leidet. Diese Unternehmen werden sich auch nach der Krise nicht mehr erholen und die Kurse werden nicht steigen.

Gerade die Corona-Krise hat sehr stark in das Verhalten der Konsumenten und Unternehmen eingegriffen und wirkt bezüglich vieler struktureller Trends als Beschleuniger. Alle Manager haben in der Corona-Krise z. B. gelernt, Unternehmen auf der Basis moderner Kommunikationstechnologie zu führen, ohne dass man sich in Führungsteams immer wieder physisch trifft und grosse Geschäftsreisen macht. Die Konsumenten haben auch einen Crash-Kurs im Online-Handel machen müssen, während sie versuchten, im Home-Office produktiv zu arbeiten. Viele weitere Abläufe und Gewohnheiten sind in dieser Zeit in Frage gestellt worden – Industriemessen, internationale Konferenzen oder Print-Medien sind nur einige Beispiele von Tätigkeiten bzw. Business-Modellen, bei denen die Corona-Krise gezeigt hat, dass sie nicht mehr oder nicht mehr in dieser Form nötig sind.

Die Welt wird dementsprechend nach der Krise nicht mehr die gleiche sein wie vorher:

Technologie anstelle physischer Interaktion

In der Krise hat sich gezeigt, dass moderne Kommunikationsmittel direkte Begegnungen im Geschäft weitgehend ersetzen können. Wir gehen daher davon aus, dass Geschäftsreisen, Kundenbesuche sowie persönliche interne Besprechungen wesentlich seltener werden. Die Flugindustrie und das Gastgewerbe werden noch lange unter dieser Veränderung leiden. Die Unternehmen werden in diesem Bereich sparen, da die Corona-Krise ja gezeigt hat, dass es auch ohne diese Ausgaben geht. Profitieren werden Hersteller von Kommunikationsmitteln und der entsprechenden Software. Im Vordergrund stehen leistungsfähige Breitbandnetze wie die 5G-Technologie oder auch die Erschliessung von Geschäften und Privathäusern durch Optikkabel, da die Videokonferenz zur Norm wird und das physische Treffen zur Ausnahme. Auch grosse Konferenzen und Messen, bei denen die Unternehmen und Teilnehmer eigentlich schon immer wussten, dass Aufwand und Ertrag in keinem Verhältnis stehen – die Corona-Krise

hat nun gezeigt, dass sie nicht notwendig sind. Viele derartige Veranstaltungen werden durch Online-Events ersetzt. Chancen für Investitionen bieten sich bei Technologieunternehmen. Investments in Airlines und Hotels sollten vermieden werden.

Online-Handel als Hauptvertriebskanal

Die Corona-Zeit hat den Konsumenten gezeigt, wie einfach der Kauf im Online-Handel und wie positiv derartige Einkaufserlebnisse gestaltet werden können. Online-Stores, die grosse Auswahl bieten, bedienungsfreundlich und grafisch ansprechend gestaltet sind sowie dem Kunden durch Produktbeschreibung und Rating eine neutrale Beratung gewähren, verschaffen den Nutzern ein positives Einkaufserlebnis. Im Gegensatz zum stationären Handel hat der Kunde beim Betreten des "Online-Geschäftes" nicht das Gefühl, dass er vom Verkaufspersonal zu einem Kauf gedrängt wird oder dem Geschäft einen Einkauf "schuldet", nur weil er beraten wird. Viele Konsumenten schätzen dies schon lange, andere haben dies in der Corona-Zeit schätzen gelernt. Auch wenn man in einem Online-Store eine Stunde lang Produkte angeschaut hat, kann man diesen ohne einen Kauf verlassen, was viele Leute bei physischen Geschäften als belastend empfinden. Das positive Einkaufserlebnis bei Online-Stores geht häufig auch noch weiter, weil die Kunden unter sich eine Kommunikationsplattform für die Bewertung der Artikel haben oder weil sich Bewertungen von anderen Kunden einfach auf einem der unzähligen Internet-Foren finden lassen. Sowohl diese Vorteile für die Konsumenten als auch die mit dem Online-Handel verbundenen Kostenvorteile für die Unternehmen – geringerer Personalbedarf und keine teuren Ladengeschäfte – machen den Online-Handel extrem kompetitiv.

Der stationäre Detailhandel wird mindestens im Non-Food-Bereich nach der Corona-Krise nicht mehr gleich aussehen wie vor der Corona-Krise. Detailhandelsunternehmen werden nach der Corona-Krise grosse strukturelle Probleme haben, wenn sie nicht ein Business-Modell verfolgen, das grosse Vorteile gegenüber dem Online-Handel hat. Einzelne Detailhandelszweige wie Tonträgerhandel, Buchhandel aber vor allem Reisebüros werden praktisch vollständig durch den Online-Handel ersetzt. Der Online-Handel ist aber auch für Produzenten von Markenartikeln und Luxusgütern eine Herausforderung. Jedes Unternehmen muss für seine Artikel einen Online-Verkaufskanal öffnen. Anders kann es die heutigen Kunden nicht mehr erreichen. Chancen ergeben sich daher für Produzenten, welche den Online-Verkauf beherrschen, aber vor allem auch bei grossen Online-Shopping-Plattformen (z. B. Amazon), die den Kunden ein positives virtuelles Einkaufserlebnis ermöglichen. Bei Investitionen sollten Unternehmen berücksichtigt werden, welche den Online-Kanal für Verkäufe positiv nutzen. Detailhandelsunternehmen im Non-Food-Bereich sollten dagegen vermieden werden.

Die Autoindustrie muss elektrisch werden

Die Autoindustrie hatte schon 2019 einen empfindlichen Einbruch, der auf verschiedene Faktoren wie insbesondere die langsame Sättigung des chinesischen Marktes zurückzuführen war. Hauptproblem der Autoindustrie ist aber, dass Benzin- und Dieselmotoren von der Politik und den Konsumenten nicht mehr toleriert werden. Autohersteller werden nur überleben können, wenn sie Elektroautos oder andere umweltfreundliche Antriebssysteme wie Wasserstoffmotoren anbieten können. Es ist kein Zufall, dass Tesla trotz einem relativ geringen Umsatz eine höhere Marktkapitalisierung aufweist als alle anderen amerikanischen Autohersteller zusammen. Es ist aber wirklich erstaunlich, dass es diesen Herstellern trotz riesiger Kundenbasis und Marketing nicht gelingt, ihr Automobil-Knowhow im elektrischen

Bereich glaubhaft umzusetzen. Sie scheinen durch das Erbe des fossilen Brennstoffs so belastet zu sein, dass es ihnen nicht gelingt, in die neue Autowelt vorzustossen. Erfolg in den nächsten zehn Jahren werden aber nur diejenigen Autohersteller haben, die genau in diese "Nachbenzin-Ära" vordringen können. Das gleiche gilt auch für Autozulieferer. Nur Autozulieferer, welche Teile für elektrisch betriebene Autos liefern können, haben Zukunft.

Das INVICO-Analyse-Team analysiert diese und andere Megatrends ganz genau – und richtet die Anlagen der Kunden auf diese aus.

SCHNELLER KURSANSTIEG NACH DER KRISE – WIE GEHT ES WEITER?

Als sich die Corona-Pandemie anfangs März 2020 unkontrolliert ausdehnte, kam es zu einem scharfen Kursrückgang an der Börse. Seit Mitte März sind die Börsen der Schweiz, USA und Europa aber kontinuierlich wieder angestiegen. Wir haben in diesem Zeitpunkt für unsere Kunden auch bewusst in Aktien investiert.



Der Anstieg verlief nicht gradlinig – je nach Nachrichtenlage zu Neuanssteckungen und der damit verbundenen Angst vor einer "zweiten Welle" gab und gibt es immer wieder scharfe Einbrüche und Tage mit enorm starken Kursanstiegen. Wir haben uns in dieser Zeit an Kursveränderungen von über 3% an einem Handelstag gewöhnt – Bewegungen, die in den vorangehenden drei Jahren kaum je vorgekommen sind. Entscheidend sind aber nicht diese "wilden Tage", sondern der Trend, der sich in der oben dargestellten Kursgrafik spiegelt – die Baisse ist überwunden.

Die Untergangspropheten, die uns im März Totalverluste vorausgesagt haben, haben jetzt allerdings ein neues Betätigungsfeld. Sie erzählen nun jedem, der es hören will, dass die Börse "verrückt" ist und dass sich die Finanzmärkte völlig von der Realwirtschaft gelöst hätten. Hinter diesen Prophezeiungen steht natürlich eine grosse Portion Neid. Die Untergangspropheten und ihre Anhänger haben den starken Kursanstieg seit März 2020 komplett verpasst und fühlen sich nun wohl besser, wenn sie sich lauthals darüber beklagen, dass ihre Untergangsszenarien nicht eingetreten sind.

Tatsächlich liegen heute die positive Kursentwicklung und die Realwirtschaft auseinander – die Unternehmen leiden heute alle noch unter dem Umsatzeinbruch aufgrund der Corona-Pandemie und weisen zum Teil sehr scharfe Gewinneinbrüche aus. Dass sich die Entwicklung der Börse von diesen schlechten Zahlen löst, ist aber nicht erstaunlich. Viele rationale Faktoren sprechen für einen Kursanstieg und haben überhaupt nichts mit einer "verrückten" Börse zu tun.

Tiefe Zinsen

In Anbetracht der negativen wirtschaftlichen Entwicklung haben die Nationalbanken der Industrieländer alles unternommen, um die Zinsen zu senken, sodass sich Unternehmen, Staaten und Konsumenten günstig verschulden können – ein bewährtes Rezept, um die Wirtschaft anzukurbeln. Dabei haben die Notenbanken auch klar gemacht, dass sie diese Tief- bzw. Nullverzinsung für eine längere Zeit durchhalten werden. Diese tiefen Zinsen führen dazu, dass es wenig Alternativen zu Aktienanlagen gibt; Obligationen sind gänzlich uninteressant, und Bargeld wird mit Negativzinsen belastet. Dies allein hilft schon der Bewertung von Aktien, da viele Anlagegelder in Aktien fließen. Die tiefen Zinsen führen aber auch zu höheren Gewinnen der Unternehmen, da sie weniger durch Fremdkapitalzinsen belastet werden. Vor allem haben tiefe Zinsen aber auch einen Einfluss auf die Aktienbewertung: Je tiefer der Zins ist, desto höher sind die Kurs-/Gewinnverhältnisse. Ausserdem werten die Anleger Gewinne, die in der Zukunft anfallen, bei tiefen Zinsen höher als bei hohen Zinsen, da zukünftige Gewinne bei tiefen Zinsen weniger stark diskontiert werden müssen. Wenn ein Gewinn von 100 Franken erst in vier Jahren anfällt, so hat dieser Gewinn in einem Nullzinsumfeld, heute den Wert von 100 Franken. Würde sich der Zins auf 4% belaufen, so müsste der in vier Jahren anfallende Gewinn mit 4% diskontiert werden, was den heutigen Barwert des Gewinnes auf CHF 85 Franken reduziert. Tiefe Zinsen führen daher dazu, dass die Anleger eher stärker auf die Zukunft achten und zukünftige Gewinne höher einschätzen.

Hohe Liquidität

Die Notenbanken haben die Wirtschaft mit extrem viel Liquidität versorgt. Die Staatsausgaben wurden in praktisch allen Ländern indirekt von den Notenbanken mit der "Druckerpresse" finanziert. Die Notenbanken haben neue Staatsanleihen gekauft und dafür neues Geld ausgegeben. Zusätzlich haben die Notenbanken aber auch den Geschäftsbanken extrem günstige Refinanzierungsdarlehen gewährt und haben in vielen Ländern damit begonnen, Industrieobligationen zu kaufen. Die hohe Liquidität führt zu einem Anlagezwang: Die liquiden Mittel müssen irgendwo zinstragend angelegt werden. Dies ist praktisch nur im Aktien- und Immobilienmarkt möglich. Diese zusätzliche Nachfrage führt natürlich zu Kurssteigerungen bei Aktien. Die hohe Liquidität hat aber auch positive Auswirkungen auf die Wirtschaft: Private Unternehmen aber auch die öffentliche Hand können ihre Ausgaben und Investitionen in Produktionsanlagen, Infrastruktur und langlebige Konsumgüter einfacher finanzieren.

Die Börse antizipiert die Zukunft

Die Börse widerspiegelt nie den tatsächlichen Zustand der Wirtschaft, sondern antizipiert die Entwicklung der nächsten sechs bis zwölf Monate. Aufgrund der tiefen Zinsen dürfte dieser Zeitraum sogar etwas länger sein, da die tiefen Zinsen – wie oben dargelegt – dazu führen, dass zukünftige Gewinne heute einen grösseren Wert haben. Die heutigen Aktienkurse orientieren sich daher nicht an den Verlusten, welche die Unternehmen im Rahmen der Corona-Krise erleiden, sondern an den Gewinnen, die in den nächsten Jahren erwartet werden. Es ist immer wieder erstaunlich, dass auch erfahrene Ökonomen diese zukunftsgerichtete Perspektive der Börse nicht erkennen und immer wieder behaupten, dass die Börse falsch liege, wenn sie auch bei einem schlechten Zustand der Wirtschaft ansteigt. Die Erfahrung zeigt, dass Hausse-Phasen immer in Rezessionen beginnen und dass Baissen in einem Zeitpunkt einsetzen, in dem es der

Wirtschaft eigentlich noch gut geht. Die Börse ist der Wirtschaftsentwicklung immer um einige Schritte voraus.

Letztlich reflektiert die Börse die durchschnittliche Meinung sämtlicher Anleger, welche die Wirtschaft und ihre zukünftige Entwicklung analysieren und dementsprechend Geld anlegen. Die Schätzungen des Marktes sind im Allgemeinen besser als diejenigen von Ökonomen und wesentlich besser als die Einschätzungen von Panikmachern und Untergangspropheten.

Das INVICO-Analyse-Team geht davon aus, dass die Börse Recht hat und nicht die Ökonomen, welche ihre Prognosen immer wieder dem tatsächlichen Verlauf anpassen müssen.

The trend is your friend. Don't fight liquidity.

In der heutigen Situation gehen wir davon aus, dass der Kursanstieg weitergehen wird. Die oben dargestellten Faktoren – wie tiefe Zinsen, hohe Liquidität und Antizipation der zukünftigen Entwicklung – sprechen weiterhin für steigende Kurse. Bei Investitionen muss man aber klar zwischen Unternehmen unterscheiden, die beim Wirtschaftsaufschwung profitieren werden und solchen, die strukturelle Probleme haben und den nächsten Aufschwung nicht oder nur beschränkt mitmachen. Stationärer Detailhandel, konventionelle Autoindustrie und ihre Zulieferer, Print-Medien und Stahl-/Grundstoffchemie sind nur Beispiele aus Branchen, die nicht zyklische, sondern strukturelle Probleme haben und deren Aktien deshalb auch dann nicht attraktiv sind, wenn sie sehr billig sind.

DIE GOODWILL-FALLE SCHNAPPT ZU

Am 19. Juni 2020 teilte die GAM – ein an der SIX kotierter Asset Manager – mit, dass die Gesellschaft Goodwill in Höhe von CHF 410 Mio. abschreiben würde. Der Betrag entspricht etwa der gesamten Börsenkapitalisierung von GAM und führt dazu, dass die Gesellschaft für das erste Halbjahr 2020 einen Verlust von rund CHF 400 Mio. ausweisen wird. Mit dieser Abschreibung verschwinden in der Bilanz rund 47% des Eigenkapitals. Diese Vorgänge können eigentlich nur als finanzielles "Blutbad" betrachtet werden. Nur am Rande ist zu vermerken, dass das Management in den letzten fünf Jahren auf den ausgewiesenen Gewinnen Boni erhalten hat und dass wegen der jetzigen Abschreibung selbstverständlich nichts von den Boni zurückgeführt wird. Das heutige Management fühlt sich für die Abschreibung aber auch nicht verantwortlich. Der Goodwill geht auf Akquisitionen zurück, die frühere Manager gemacht haben. Das heutige Management weist daher auch darauf hin, dass die Abschreibung nicht zu einem Liquiditätsabgang führt. Es wird den Verlust aus der Abschreibung daher sicherlich auch bei seiner Bonusberechnung ausklammern, da es sich um einen Verlust der Vorperioden handelt.

Der Abschreibungsbedarf ist dadurch entstanden, dass die GAM in der Vergangenheit sehr teure Akquisitionen gemacht hat, bei denen sie für Asset-Management-Firmen, wie insbesondere Cantab Capital Partners LLP, wesentlich höhere Beträge als den Substanzwert bezahlt hat, was das damalige Management damit rechtfertigte, dass die zugekauften Gesellschaften sehr hohe Gewinne machten. Da diese Gewinne nicht realisiert wurden, sondern das Geschäft der gekauften Gesellschaften immer schlechter lief, wurde diese Abschreibung notwendig. Der Börsenkurs der GAM hat die Entwicklung vorausgenommen und ist in den letzten drei Jahren von knapp CHF 18.00 auf heute noch CHF 2.14 (Stand: 26. Juni 2020) gesunken.

GAM Holding AG, Switzerland, Switzerland:GAMH, D



Die Geschichte der GAM zeigt exemplarisch die Gefahren bei Gesellschaften, die hohe Goodwill-Beträge in ihrer Bilanz aktiviert haben. Wenn eine Gesellschaft eine andere Gesellschaft kauft und wegen des hohen in der Zukunft erwarteten Gewinnes der gekauften Gesellschaft einen

Preis zahlt, der über dem Wert der Aktiven der betreffenden Gesellschaft liegt, so bucht sie die Differenz zwischen dem Wert der gekauften Aktiven und dem Kaufpreis als "Goodwill". Ökonomisch betrachtet ist es nichts anderes als die Aktivierung zukünftiger Gewinne, die im Rahmen des Kaufpreises vorausbezahlt worden sind.

Dieser Goodwill wird nach IFRS nicht regelmässig abgeschrieben, da die Erfinder des Buchhaltungsstandards davon ausgingen, dass der Gewinn des gekauften Unternehmens ewig hoch bleibt. Die Werthaltigkeit des Goodwills muss aber überprüft werden, wenn das gekaufte Unternehmen die geplanten Gewinne nicht erwirtschaftet. In der Praxis kommt der Anstoss für die Überprüfung des Goodwills und für entsprechende Abschreibungen meistens von der Revisionsstelle. Wenn ein Unternehmen in seiner Bilanz einen hohen Goodwill zeigt und die Erträge gleichzeitig tief sind, verlangen die Revisionsstellen meist einen Nachweis, dass der Goodwill trotz aktuell tiefer Gewinne immer noch werthaltig ist. Manchmal gibt auch eine tiefe Börsenbewertung der Revisionsstelle Anlass zur Überprüfung des Goodwills. Wenn die Börsenbewertung deutlich unter dem in der Bilanz der kotierten Gesellschaft ausgewiesenen Eigenkapitals liegt, das unter Berücksichtigung des Goodwills berechnet wurde, so ist dies ein Zeichen des Marktes, dass die Marktteilnehmer den Goodwill nicht als werthaltig betrachten.

Wenn die Revisionsstelle eine Überprüfung des Goodwills verlangt, so legt das Management normalerweise einen Business-Plan vor, der zeigt, dass das gekaufte Unternehmen zwar kurzfristig eine Ertragsschwäche hat, die Gewinne in der Zukunft aber wieder steigen werden, sodass diese zukünftigen Gewinne die hohe Bewertung und den Goodwill rechtfertigen. Da die Voraussage zukünftiger Gewinne nicht überprüfbar ist und die Fantasie dabei meist kaum Grenzen kennt, kann mit diesem Vorgehen während eines oder manchmal auch zwei Jahren eine Goodwillabschreibung vermieden werden. Irgendwann kommen Revisionsstellen dann aber doch zu dem Punkt, an dem sie die Voraussagen des Managements nicht mehr akzeptieren. Vor allem dann, wenn die Gewinne trotz guter Konjunktur nicht ansteigen. Manchmal getraut sich aber das Management schon von alleine nicht mehr, den Revisoren zum dritten Mal eine zu optimistische und damit falsche Gewinnvoraussage vorzulegen. Oft wechselt aber auch das Management, und das neue Management kommt dann zum Schluss, dass es wohl besser wäre, die Altlast des zu hohen Goodwills ganz schnell abzuschreiben, damit dies noch als Problem der Vorgänger dargestellt werden kann. Managementwechsel sind erfahrungsgemäss die häufigste Ursache für Goodwill-Abschreibungen.

Goodwill-Abschreibungen häufen sich natürlich bei schlechten Wirtschaftslagen. Wenn die Konjunktur schlecht läuft, fällt es dem Management selbst bei einem geduldigen Revisor schwer, zu erklären, dass die Gewinne in zukünftigen Jahren stark ansteigen werden. Damit kommt es bei den betroffenen Gesellschaften oft zu einem "Doppelschlag": Zu dem tiefen oder sogar negativen operativen Gewinn kommt noch eine Goodwill-Abschreibung dazu, die das Unglück perfekt macht. In dieser Weise ist es auch bei GAM verlaufen: Die Gewinne im Jahr 2019 waren tief, das Management hat gewechselt und nun musste massiv abgeschrieben werden.

Wie das INVICO-Analyse-Team bereits in einer früheren Publikation dargestellt hat, gibt es einige in der Schweiz kotierte Gesellschaften, die einen sehr hohen Goodwill ausweisen. Gefährlich ist es natürlich immer dann, wenn sich der Goodwill auf einen grossen Anteil des Eigenkapitals beläuft, da die Goodwill-Abschreibung dann zu Bilanzproblemen bzw.

ungenügendem Eigenkapital führt und das Unternehmen im Extremfall zum Sanierungsfall wird. Die folgende Tabelle zeigt, wo die Zeitbombe bei den Schweizer Unternehmen tickt:

Unternehmen mit viel Goodwill in der Bilanz

Unternehmen ¹	Börsenwert in Mio. Fr.	Goodwill zu Eigenkapital in %
Temenos	10 651	210
Valora	1037	89
SIG Combibloc	4615	84
Adecco	10 026	83
Sonova	14 143	83
Kudelski	318	80
Givaudan	26 871	79
Dufry	4829	78
Sunrise	3511	77
Geberit	19 497	74
Galenica	2978	74
ABB	47 606	74
Landis+Gyr	2994	74
SGS	19 557	70
Swisscom	26 802	63
Aryzta	1033	60
Lonza	25 132	60
AMS	3861	59
Coltene	502	58
Sulzer	3661	56

1) Auswahl von Unternehmen mit über 200 Mio. Fr. Börsenwert

Quelle: Bloomberg

Bei diesen Unternehmen kann es zu grösseren Problemen kommen, wenn sie ihre Ertragskraft nicht erhalten können. Die Corona-Krise führt natürlich überall zum Rückgang von Gewinnen. Wenn diese Unternehmen ihren Revisionsstellen nicht klarmachen können, dass die Gewinne nach der Corona-Krise wieder stark ansteigen, so kann es auch bei diesen zu finanziellem Unglück kommen. Das INVICO-Analyse-Team beobachtet diese Unternehmen sehr genau und vermeidet Investitionen in Unternehmen mit hohen Goodwill-Positionen, wenn die Ertragssituation mittelfristig gefährdet ist.

DER WIRECARD-SKANDAL – HAT ES NOCH WEITERE UNTERNEHMEN MIT LEICHEN IM KELLER?

Wirecard ist ein deutsches Unternehmen, das Dienstleistungen im Zahlungsverkehr erbringt. Unter Leitung seines charismatischen CEO, Markus Braun, sind der Umsatz und Ertrag der Wirecard in den letzten fünfzehn Jahren sehr stark angestiegen. Das Unternehmen, das um die Jahrhundertwende noch ein unbedeutender Start-Up war, erreichte dank diesem Wachstum 2018 eine derart hohe Börsenkapitalisierung, dass es in den DAX aufgenommen wurde. Es gehörte damit zum exklusiven Kreis der 30 deutschen Unternehmen mit der höchsten Börsenkapitalisierung. Analysten übten zwar in den letzten Jahren hin und wieder Kritik an den Buchhaltungsmethoden der Wirecard, Fehler in der Buchhaltung konnten aber nie nachgewiesen werden. Interessant ist, dass sich sogar die Financial Times ab Sommer 2019 sehr kritisch mit Wirecard beschäftigte, ihre Kritik vom Unternehmen selbst aber immer als versuchte Kursmanipulation zurückgewiesen wurde. Dass die Kritik nicht völlig ungerechtfertigt war, zeigte sich aber in den letzten paar Wochen, als es Wirecard nicht gelingen wollte, den Jahresabschluss 2019 in geprüfter Form fristgerecht vorzulegen. Die Revisionsstelle Ernst & Young verweigerte offensichtlich das Testat.

Wirecard AG, Germany, Xetra:WDIG, D



Am 18. Juni 2020 musste Wirecard eingestehen, dass die Gesellschaft Liquidität in Höhe von EUR 1,9 Mia., die es in ihrer Bilanz aufführte, nicht belegen konnte. Die Behauptung, das Geld liege auf Konten von philippinischen Banken, wurde noch am gleichen Tag von betreffenden Banken dementiert – Wirecard sei bei ihnen gar nicht Kunde. Daraufhin teilte auch Ernst & Young mit, dass sie für die EUR 1,9 Mia. keine "ausreichenden Prüfungsbelege" erhalten hatten. Wirecard liess in der Folge mitteilen, dass dem Abschlussprüfer in den letzten Jahren "unrichtige Saldenbestätigungen zu Täuschungszwecken" vorgelegt worden waren. Der CEO, der CFO und auch der COO verliessen unmittelbar nach der Ad-hoc-Mitteilung das Unternehmen. Wirecard gab im Weiteren bekannt, dass sie "Strafanzeige gegen Unbekannt" erstaten würde, was kurz darauf zur Festnahme des CEO führte. Ganz offensichtlich liegt ein heftiger Bilanzskandal vor. In

der Bilanz fehlen EUR 1.9 Mia. Liquidität, was einem Viertel der gesamten Bilanzsumme entspricht.

Der Markt reagierte rasch. Der Kurs der Aktien, die im September 2019 noch über EUR 150 gehandelt wurden, belief sich am 26. Juni 2020 nur noch auf EUR 1.28. Die Anleger gehen offenbar von einer starken Entwertung des Unternehmens aus.

Es könnte aber noch schlimmer kommen: Die Banken, welche Wirecard finanzieren, könnten ihre Kredite kündigen, weil das Unternehmen die Frist zur Vorlage der geprüften Jahresrechnungen verstreichen liess. Zudem ist auch zu vermuten, dass Financial Covenants nicht eingehalten werden können, wenn die EUR 1.9 Mia. tatsächlich fehlen und Liquidität sowie Eigenkapital entsprechend geringer sind, was die Banken ebenfalls zur Kündigung berechtigen würde.

Da EUR 1.9 Mia. nicht von einem Tag auf den anderen verschwinden, ist es anzunehmen, dass die Abschlüsse, die Wirecard in Vorperioden publiziert hat, nicht stimmen. Tatsächlich musste das Unternehmen in der Zwischenzeit zugeben, dass die Abschlüsse 2016, 2017 und 2018 nicht stimmen. Der Skandal wird entsprechend sein Nachspiel haben: Einerseits werden die verantwortlichen Manager verfolgt, andererseits wird sich aber auch die Frage stellen, ob es zur Haftung der Revisionsgesellschaft kommt, die offensichtlich getäuscht wurde. Bei Aufsichtsrat und Revisionsgesellschaft werden sich harte Fragen stellen. Auch das Bafin wird sich in Deutschland einige Vorwürfe gefallen lassen müssen. Nachdem die Financial Times sich kritisch über die Abschlüsse der Wirecard geäussert hatte, machte das Bafin nicht eine Untersuchung bezüglich dieser Abschlüsse, sondern reichte eine Anzeige gegen die Financial-Times-Journalisten sowie gegen verschiedene Analysten wegen "Kursmanipulation" ein. Der Schuss des Bafin ging völlig in die falsche Richtung.

In den letzten paar Jahren ist es immer wieder zu grossen Finanzskandalen gekommen, die alle auf fiktive Bewertungen von Aktiven zurückgehen. FlowTex, Parmalat, Enron und Worldcom waren alles kotierte Gesellschaften, die in ihren Bilanzen fiktive Aktiven aufwiesen. Diese Bilanzen waren allesamt ebenfalls während Jahren von Revisoren geprüft worden, obwohl sie zum Teil schon seit Jahren falsch waren. Ein ähnliches Muster findet sich auch bei Anlagebetrugsfällen: Bernhard Madoff wies in seinem Fonds völlig fiktive Beträge auf. Ähnlich ging auch der in der Schweiz tätige Dieter Behring vor. Diese Bilanzskandale wurden meist in Rezessionen aufgedeckt. Wenn die realwirtschaftlichen Probleme gross werden, ist es den betroffenen Unternehmen nicht mehr möglich, ihre Lügengebäude aufrechtzuerhalten. Genau so scheint der Fall auch bei Wirecard zu liegen. Die Corona-Krise und die damit einhergehenden Verluste machten es wohl unmöglich, die Illusion von Geld aufrechtzuerhalten, das es in der Tat gar nicht gab.

Im Nachgang zu derartigen Skandalen werden meist Regulatoren und Gesetzgeber aktiv. Sie gestalten neue Regelungen, die zukünftige Probleme der gleichen Art verhindern sollen. Die Wirksamkeit solcher Regelungen wird allerdings oftmals überschätzt: Bei der nächsten Rezession tritt ein neuer Skandal auf, der von den Regulatoren nicht vorhergesehen wurde. Tragisch an diesen Skandalen ist, dass letztlich primär gutgläubige Investoren Geld verlieren, die den Managern dieser Unternehmen vertrauen. Damit stellt sich natürlich die Frage, wie Anleger derartige Unternehmen früh erkennen und die daraus resultierenden Probleme vermeiden können. Erfahrungsgemäss sprechen jeweils folgende Anzeichen für eine höhere Wahrscheinlichkeit eines Bilanzbetrugs.

'Too good to be true'

Den von Bilanzbetrug betroffenen Unternehmen geht es in der Regel besser, als es aufgrund der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen möglich ist. Die Fonds von Madoff und Behring hatten beispielsweise praktisch losgelöst von der Börsenentwicklung jedes Jahr ähnliche Renditen ausgewiesen und waren scheinbar gegenüber Kursschwankungen immun. Auch Wirecard erzielte Margen und erwirtschaftete konstant Gewinne in Gebieten, die eigentlich keine derartigen Renditen zuließen. Ähnliches gilt auch für Flowtex, Worldcom und Enron, die auf ihren Gebieten erstaunlich hohe und stabile Margen erwirtschafteten.

Allerdings sollte nicht jedes Unternehmen, das ungewöhnlich erfolgreich ist, verdächtigt werden. Verdächtig sind lediglich Unternehmen, bei denen sich der Erfolg nicht einfach erklären lässt.

Intransparentes Business-Modell

Typischerweise haben die in einem Betrug verwickelten Unternehmen ein intransparentes Business-Modell. Es kann nicht wirklich erklärt werden, wie und wo Geld verdient wird. Auch die Anlagebetrüger Madoff und Behring versteckten sich immer hinter komplexen mathematischen Modellen und geheimen Algorithmen, die Gewinne in jeder Situation ermöglichten. Häufig wird auch die Komplexität der Unternehmensstruktur und des Geschäftsmodells vorgeschoben, um den Betrug zu verschleiern und Nachfragen zu vermeiden. Parmalat versteckte den Bilanzbetrug hinter einer riesigen Anzahl von Gesellschaften, während Worldcom und Enron komplexe Finanzierungsstrukturen aufbauten, welche nicht einfach zu durchschauen waren. Wirecard dagegen zeigt sehr hohe Gewinne im asiatischen Geschäft, was undurchsichtig aufgebaut war.

Charismatische und eng verbundene Führungstruppe

Ein Betrug kann nur dann über mehrere Jahre aufrechterhalten werden, wenn ein verschworener innerer Kern von Mitarbeitern um den CEO und die Finanzfunktionen besteht. Oft beginnt die Täuschung ja damit, dass das Unternehmen nach Anfangserfolgen ein Problem hat und das Management darauf dieses Problem durch Manipulationen vertuscht, weil die Manager fest daran glauben, dass im nächsten Quartal alles wieder gut kommt. Da Probleme durch Verschleierungstaktiken bloss unter den Teppich gekehrt und nicht gelöst werden, verschlimmert sich die Situation in der Regel nur. Die betroffenen Organe und Mitarbeiter sehen sich gezwungen, zusammenzuhalten und die Täuschung fortzusetzen, solange es geht. Dieser Wille zur gemeinsamen deliktischen Tätigkeit ist nur möglich, wenn eine Truppe von einer aussergewöhnlichen Person mit starken Führungseigenschaften geführt wird.

Starkes Abwehrverhalten gegenüber Kritikern

Meist finden sich bereits im frühen Stadium des Betrugs kritische Stimmen inner- oder ausserhalb des Unternehmens, die Verdachtsmomente äussern. Die Kritiker und Whistleblower werden aber konsequent öffentlich lächerlich gemacht und als Spekulanten oder Kursmanipulatoren bezeichnet oder sogar rechtlich verfolgt. Wirecard hat Personen, welche ihre Buchhaltungsmethoden in Zweifel zogen wegen Kursmanipulation angezeigt – ein gängiges Verfahren, um Kritiker abzuwehren. Diese Einschüchterungstaktik gegenüber Kritikern findet sich aber bei fast allen Betrugsfällen.

Langjährige Beziehungen zum gleichen Revisor und Revisionsunternehmen

Langfristige Betrugsfälle sind nur dann möglich, wenn es dem Management gelingt, die Probleme irgendwie am Revisor vorbei zu schmuggeln. Dies gelingt natürlich am besten, wenn der Revisor mitspielt und wegschaut. Wenn ein Revisor schon sehr lange für ein Unternehmen tätig ist, so kann eine bewusste oder auch unbewusste Konspiration entstehen. Ein Revisor versucht schon Kritik zu vermeiden, um das Mandat zu erhalten und will aber auch nicht durch die Entdeckung von Problemen oder Abschreibungsbedarf seine früheren Testate in Frage stellen. Wenn ein Revisor ein bis zwei Jahre eine grenzwertige Situation toleriert, so ist das Risiko gross, dass er weiterfahren wird und so Teil des "Betrugsteams" wird oder mindestens keine Kritikfähigkeit mehr hat, um den Betrug aufzudecken und jedem Hinweis nachzugehen. Gute Unternehmen sollten ihre Revisionsgesellschaft nach einigen Jahren wechseln – der neue Revisor hat einen frischen Blick und wird alte Probleme sofort aufdecken, damit sie dem letzten Revisor angelastet werden.

Sind zwei oder gar drei der vier oben erwähnten Kriterien erfüllt, wird es gefährlich.

Publikation abbestellen: Sie können diese Publikation jederzeit abbestellen. Bitte schicken Sie uns eine [E-Mail](#).

Investment Suitability: Diese Publikation ist zur allgemeinen Verbreitung bestimmt. Sie ist nicht Bestandteil eines Angebots oder eine Empfehlung und berücksichtigt nicht Ihre Kenntnisse, Erfahrungen und persönlichen Verhältnisse, welche für eine persönliche Anlageberatung erforderlich sind.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Schweizer FIDLEG und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Zu den genannten Finanzprodukten stellen wir Ihnen gerne jederzeit und kostenlos weitere Unterlagen wie beispielsweise das Basisinformationsblatt oder den Prospekt zur Verfügung.

Dieser INVICO Report wurde von dem Investment-Team der INVICO Asset Management AG, Kirchgasse 24, CH-8001 Zürich, Telefon +41 44 267 60 80 erstellt (www.invico-asset.ch).

Dieses Dokument wird nicht an natürliche oder juristische Personen verschickt oder an ihrem Wohnort ausgehändigt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die INVICO Asset Management AG die entsprechenden Registrierungs- oder Zulassungspflichten nicht erfüllt. Insbesondere darf diese Broschüre nicht an US-Personen oder in den USA verteilt oder weitergegeben werden. Das vorliegende Dokument dient nur zu Informationszwecken. Es ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder einer Marktuntersuchung. Es unterliegt folglich nicht den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse", sowie den Vorgaben der EU-Marktmisbrauchsverordnung. Dieses Dokument stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Die hierin enthaltenen Angaben und Ansichten dienen ausschliesslich Informationszwecken und tragen keinen individuellen Anlagezielen, Finanzverhältnissen oder Bedürfnissen Rechnung. Die in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, Bewertungen, Preise und dergleichen sind stichtagbezogen und beruhen auf finanzüblichen Informationsquellen, sind indikativ und geben die jeweilige und unverbindliche Einschätzung der verfassenden Stelle zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder. Entsprechend können sich diese ohne vorherige Ankündigung ändern und sind für die INVICO Asset Management AG unverbindlich. Zudem können die Dienstleistungen und Produkte nach Anleger und/oder aufgrund rechtlicher Einschränkungen unterschiedlich ausgestaltet sein und/oder Verkaufsrestriktionen unterliegen. Bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Wir empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in diesem Dokument erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Potenzielle Anleger sollten sich bewusst sein, dass die vergangene Performance nicht zwingend einen Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung liefert. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen. Bei Illiquidität des Markts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesen Gründen ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Eine Haftung der INVICO Asset Management AG für eine bestimmte Vermögensentwicklung, insbesondere auch das Erleiden eines Verlustes oder das Erreichen einer bestimmten Rendite der Anlagen des Anlegers, die auf Basis dieses Dokuments getätigt werden, ist deshalb ausgeschlossen. Obwohl die INVICO Asset Management AG der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann die INVICO Asset Management AG keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Soweit die geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen es erlauben, kann sich die INVICO Asset Management AG an Finanztransaktionen des oder der Wertpapieremittenten, die in diesem Dokument genannt werden, beteiligen oder in deren Wertpapiere investieren, für diese Emittenten Dienstleistungen erbringen oder bei diesen um Aufträge werben und/oder Positionen in deren Wertpapieren, Optionen auf diese Wertpapiere oder damit verbundenen Anlagen halten, andere materielle Interessen daran haben oder Transaktionen damit durchführen. Die INVICO Asset Management AG kann im Rahmen der geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Investmentvorschläge noch vor deren Bekanntgabe an den Kunden nutzen und entsprechend tätig werden.

Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzerklärung (www.invico-asset.ch/datenschutz). Sofern Sie gerne eine physische Version der Datenschutzerklärung von uns erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an folgende E-Mail-Adresse: info@invico-asset.ch.

INVICO Asset Management AG

T +41 44 267 60 80

info@invico-asset.ch

www.invico-asset.ch