

A network diagram with several dark blue circular nodes connected by thin dark blue lines, set against a light blue gradient background. The nodes are arranged in a roughly circular pattern, with lines connecting them to form a complex web of relationships.

Wirecard – Anatomie eines Betrugs

DVFA Kommission Unternehmensanalyse

August 2020

Wirecard – Anatomie eines Betrugs

DVFA Kommission Unternehmensanalyse. Autor: Peter Thilo Hasler, CEFA, DVFA Vorstandsmitglied, stv. Leiter der DVFA Kommission Unternehmensanalyse; Gründer und Analyst der Sphene Capital GmbH

Anatomie eines Betrugs

Am Donnerstag, den 18. Juni 2020, informierte Wirecard um 10:43 Uhr die Öffentlichkeit in einer Ad-hoc-Meldung darüber, dass die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2019 erneut verschoben werden muss. Es gebe Hinweise, dass dem Abschlussprüfer „unrichtige Saldenbestätigungen zu Täuschungszwecken vorgelegt wurden“. Vier Tage später musste Wirecard seine bis dahin vorgetäuschte Opferrolle endgültig ablegen: In der Nacht von Sonntag auf Montag, den 22. Juni 2020 gab der Payment-Konzern bekannt, dass Bankguthaben auf philippinischen Treuhandkonten in Höhe von 1,9 Milliarden Euro „mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht bestehen“. In den Morgenstunden beantragte die Münchener Staatsanwaltschaft Haftbefehle gegen die Vorstände Dr. Markus Braun und Jan Marsalek. Am Donnerstag, den 25. Juni 2020, meldete Wirecard als erstes Mitglied des Leitindex DAX Insolvenz an. Eine Woche, die bisher einzigartig in der Geschichte des deutschen Kapitalmarktes ist, ging mit einem Paukenschlag zu Ende.

Abgesehen von der vornehmlich die Boulevardmedien interessierenden Frage, ob sich der auf der Flucht befindliche Vorstand Jan Marsalek nun eher in Minsk als in Moskau oder vielleicht doch ganz woanders aufhält, beschäftigen die Investmentgemeinde seither vor allem drei – wie wir sehen werden zusammenhängende – Themen: Warum wurde der Wirecard-Betrug nicht früher aufgedeckt? War der Wirecard-Betrug vorzeitig erkennbar gewesen? Welche Lehren lassen sich aus dem Wirecard-Betrug ziehen?

Warum wurde der Wirecard-Betrug nicht früher aufgedeckt?

Während eine kleine Minderheit investigativer Journalisten und Finanzanalysten zum Teil schon seit Jahren auf Auffälligkeiten beim Ascheimer Unternehmen insbesondere in Bezug auf die Cashflow-Entwicklung aufmerksam gemacht hat (man beachte nur die detaillierte Kritik von Ennismore Fund Management aus dem Jahr 2017 oder die wiederholt geäußerten Verdächtigungen in der „Financial Times“, von „Finanz-Szene“ oder der „WirtschaftsWoche“), mit der Folge, anschließend als Marktmanipulierer dämonisiert zu werden, vertrauten zahlreiche Marktteilnehmer den umständlichen Ausführungen des Vorstands – unter ihnen Wirtschaftsprüfer, Vertreter der Aufklärungs-, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden FIU, DPR und BaFin, Kreditanalysten der Ratingagenturen, politische Entscheidungsträger, der Aufsichtsrat, dessen Rolle als Kontrollgremium in dem Drama bislang nur am Rande diskutiert wird, und nicht zuletzt auch eine bemerkenswerte Anzahl von vergleichsweise erfahrenen Kapitalmarktprofis.

Dabei waren es gerade die hartgesottenen Kapitalmarktprofis, die trotz ihrer Erfahrungen aus den Jahren 2001 oder 2008, die kursierenden Missstände nicht entdecken konnten – was eine Frage der Ausbildung oder der Intelligenz der Beteiligten wäre – oder wollten – was sogar die Möglichkeit der Bestechlichkeit in den Raum stellen würde. Die für die Angesprochenen zweifellos am wenigsten karrierefürdende Variante, wonach die Nichtentdeckung der

Unregelmäßigkeiten in der Cashflow-Entwicklung auf eine mangelnde Ausbildung zurückzuführen sei, dürfte angesichts der Tatsache, dass viele der Beteiligten den Grad des CIIA/CEFA oder CFA führen sowie ein betriebswirtschaftliches (oder vergleichbares) Studium absolviert haben, eher unwahrscheinlich sein. Was aber, wenn in der Ausbildung ein wesentliches Element vernachlässigt wird, das beispielsweise Kriminalkommissare bei der Aufklärung besonders kniffliger Fälle schon seit Jahrzehnten verinnerlicht haben: Nämlich wie ein Verbrecher zu denken, um den Verbrecher zu fangen? Die Vorgehensweise eines Profilers also, die aber bei Finanzanalysten und Asset Managern bei ihrer Einschätzung des Managements von Unternehmen nicht gerade verbreitet ist.

Im Gegenteil: Das „Geschäftsmodell“ von Buy- wie Sell-Side-Analysten ist, Zahlungsströme zu prognostizieren und zu bewerten und diese Einschätzung an Kunden, sprich Institutionelle Investoren, zu verkaufen, denen sie als Grundlage von Anlageentscheidungen dienen. In diesem, global akzeptierten „Setting“ haben es Analysten und die berufsspezifischen Fachverbände sowie die einschlägige Forschungsinstitutionen bislang versäumt, verhaltenspsychologische Muster und Merkmale zu identifizieren, die diagnostische Hinweise über mögliche Betrugsabsichten von Management und Vorständen geben. Was auch gar nicht notwendig war, denn eine durchschnittliche Karriere im Investment Banking bringt Analysten nicht in Kontakt mit Hochstaplern. Wenn auch Fälle wie Wirecard besonders medienwirksam sind, so sind sie doch selten und passieren nur alle Jubeljahre einmal. Die meisten Akteure in der Unternehmenswelt sind gesetzestreue Bürger, die selbstverständlich nicht auf betrügerische Maßnahmen zurückgreifen müssen, um ihre Ziele zu erreichen.

In dem wohl populärsten Modell zur Erklärung von Wirtschaftskriminalität, dem Fraud Triangle Model von Donald Cressey aus dem Jahr 1953, noch heute von der Association of Certified Fraud Examiners im Einsatz, wird diese kriminologisch durch drei Faktoren erklärt:

- Einem nicht-kommunizierbaren finanziellen Problem, das durch die Verletzung der Vertrauensposition gelöst werden kann („Pressure and incentive to commit fraud“),
- Einer detaillierten Kenntnis über die Schwächen in der Organisation inklusive deren mangelnden Aufsicht („Opportunities“) und
- Der Fähigkeit, die betrügerischen Handlungen vor sich selbst und anderen als nicht notwendigerweise fehlerhaft schön zu reden, um mit der unvermeidlichen „kognitiven Dissonanz“ (also dem Mangel an Übereinstimmung zwischen der eigenen Wahrnehmung der Ehrlichkeit und der trügerischen Natur ihrer Handlung) umzugehen („Rationalization“). Denn die Betrüger aus der Vorstandsetage von Wirecard benötigten Ausreden: Dass es sich doch um ein opferloses Verbrechen handeln würde, weil doch alle von steigenden Aktienkursen profitierten oder dass es nach SAP einfach einmal wieder an der Zeit gewesen sei, in Deutschland einen „Global Technology Titan“ aufgebaut zu haben.

Weil alle drei Seiten des Betrugsdreiecks von der Psychologie des Vorstandsbetrügers beeinflusst werden und diese Einflussnahme auch in die unteren Hierarchieebenen eines Unternehmens diffundiert, ist die Aufklärung von White-Collar-Betrug ausgesprochen schwierig: Die Primärtäter sind gut vernetzt – und in der Regel Ersttäter. Vorstandskriminelle sind Menschen, die normalerweise niemand verdächtigen würde, einen Betrug zu begehen. Zugleich sind Vorstandsbetrüger äußerst sorgfältig, wenn es darum geht, die von Wirtschaftsprüfern angefragten Beweise zu manipulieren oder zu vernichten. Bei Wirecard kommt hinzu, dass Unterschiede von Macht und Einfluss zwischen dem arroganten, egozentrischen und rhetorisch geschulten Milliardär Dr. Braun und dem typischerweise für die vielfältigen Routinearbeiten einer Prüfung eingesetzten Hochschulabsolventen besonders markant waren. Für Dr. Braun war es offenbar relativ einfach, Wirtschaftsprüfer zu

manipulieren, die unter Umständen schon aufgrund der Komplexität des Mandanten überfordert waren. So ist es eine gängige Praxis, dass Wirtschaftsprüfer die im Vorjahr geleistete Arbeit einfach nur wiederholen. Details oder selbst das große Ganze in Frage zu stellen – hierfür fehlt ihnen schlichtweg die Zeit.

Knapp ist aber nicht nur die Zeit, sondern auch die Überzeugung. Denn bereits die Confirmation Bias-Theorie zeigt, dass ein Mandant, der das strenge Prüfungsverfahren der Prüfungsgesellschaft in den Vorjahren überlebt hat, vertrauenswürdig sein *muss*. Dies war wohl auch der Grund, weshalb es EY bei der Prüfung der Saldenbestätigung philippinischer Treuhand-Konten dem Vernehmen nach nicht so genau genommen hat, wie dies nötig gewesen wäre. Kommt dann noch selektive Wahrnehmung hinzu, so dass der Prüfer nur sieht, was er sehen will, ohne dass er das, worauf er während der Prüfung trifft, jemals auf Betrug untersucht, da es immer auch harmlosere, nicht auf gravierende Defizite hinweisende Erklärungen für gegebenenfalls festgestellte Anomalien gibt, dann können Wirtschaftsprüfer kaum zur Enttarnung des Vorstandsbetrügers beitragen. Der unabhängige Wirtschaftsprüfer ist nicht darauf gepolt, Betrug aufzudecken. Lauter systemimmanente Defizite, die allerdings nicht zur Exkulpation herangezogen werden dürfen.

Wenig verwunderlich also, dass alle „Big Four“-Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in den vergangenen Jahrzehnten von Bilanzskandalen erschüttert wurden: EY etwa vom Bilanzskandal um Dynacq Healthcare, PricewaterhouseCoopers (PwC) von den Betrugsfällen beim US-Versicherungskonzern AIG oder dem indischen Software- und Beratungsunternehmen Mahindra Satyam, Deloitte Touche Tohmatsu (DTT) durch die gefälschten Jahreszahlen der brasilianischen Luftfahrtgesellschaft Gol Linhas Aereas, und KPMG ist hierzulande als Prüfer des Neuen Markt-Unternehmens Comroad, das mit Scheinrechnungen und erfundenen Großkunden in die Annalen der deutschen Bilanzskandale eingegangen war, noch bestens in Erinnerung.

Besonders schwierig ist die Aufdeckung des Betrugs, wenn ein charismatischer Wirecard-Vorstand das Verhältnis zwischen Auftraggeber und Zulieferern auch auf anderen Ebenen perfektioniert: Etwa zu den politischen Entscheidungsträgern in Berlin, Wien und München. Dementsprechend sind seine Fähigkeiten, andere für sich zu vereinnahmen, als wichtiger Schlüssel dafür einzustufen, wie ein Vorstandsbetrüger sein Manipulationsgeschäft betreibt. Den Kampf zwischen einem ehrlichen Bürger und einem Psychopathen wird der zuletzt genannte mutmaßlich immer gewinnen. Bei ersterem bleibt dann nur ein flaes Gefühl des Unwohlseins. Etwas sah nicht richtig aus, klang nicht richtig oder roch nicht richtig. Und doch findet sich stets eine bequeme Erklärung dafür, nicht weiter nachzufragen, selbst wenn diese zuletzt in der schon fatalistischen Zuspitzung mündete, wem sollte man denn vertrauen, wenn nicht den Jahresabschlüssen? Ein Handeln im Grenzbereich sei schließlich überlebensnotwendig für Unternehmen in der wettbewerbsintensiven Finanzdienstleistungsbranche.

War der Wirecard-Betrug vorzeitig erkennbar gewesen?

Wie schon in den Jahren 2001 und 2008 werden nun allenthalben Erklärungen abgegeben, weshalb der Skandal absehbar gewesen sei. Darin offenbart sich ein Defekt, der in der Behavioral Finance als Hindsight Bias bekannt ist. Hindsight Bias führt dazu, dass ein Ereignis nachdem es bekannt wurde, besser vorhersehbar erscheint als dies vor dem Bekanntwerden tatsächlich der Fall war. Im Extremfall könnte es Anleger geben, die auch dann noch der Meinung waren, die Insolvenz von Wirecard sei voraussehbar gewesen, obwohl sich die Aktien des Finanzdienstleistungsunternehmens noch in ihren eigenen Depots oder Portefeuilles

befunden haben. Manchmal auch als "Ich-habe-es-doch-immer-schon-gewusst-Effekt" bezeichnet, beruht der Hindsight Bias in der Unfähigkeit, sich an das Gefühl der Unsicherheit, das einem Ereignis einst vorausgegangen war, zu erinnern. Dabei tritt der Hindsight Bias in der verhaltensökonomischen Literatur in drei Ausprägungen auf:

- In der Ausprägung der **Gedächtnisverzerrung** beschreibt der Hindsight Bias eine fehlerhafte Erinnerung an ein früheres Urteil. Typischerweise würde ein: "Ich habe schon immer *gesagt*, dass Wirecard früher oder später Pleite gehen würde" geäußert. Diese Form des Hindsight Bias ist vergleichsweise einfach aufzudecken, indem der sie Äußernde mit seinen eigenen, früheren Aussagen konfrontiert wird.
- Die eng damit verwandten Ausprägung der **Vorhersehbarkeit** ist von Natur aus subjektiv und konzentriert sich auf die persönlichen Überzeugungen über das eigene Wissen und Können, frei nach dem Motto: "Ich habe schon immer *gewusst*, dass Wirecard früher oder später Pleite gehen würde". Die darin geäußerte Selbstüberschätzung, auch Overconfidence Bias genannt, steht häufig in Kombination mit der nachfolgenden dritten Ausprägung.
- In der Ausprägung der **Unvermeidbarkeit** werden durch den Hindsight Bias Überzeugungen über den vermeintlich objektiven Zustand der Welt ausgedrückt, zum Beispiel den Glauben, dass ein bestimmtes Ereignis vorherbestimmt war: „Unter den gegebenen Umständen war die Insolvenz von Wirecard doch unvermeidlich“. Die Einschätzung einer Unvermeidbarkeit umfasst zusätzlich Überzeugungen über die kausale Kräfte, die bestimmte Ergebnisse berechenbarer erscheinen lassen als andere. Enttarnen lässt sich diese Form des Hindsight Bias nur, indem die fälschlicherweise als feste Kausalketten erachteten Denkmuster durch neue Argumentationsmuster durchbrochen werden.

Nun sind Kapitalmarktteilnehmer bei Weitem nicht die einzigen, die dem Hindsight Bias unterliegen. Tatsächlich gibt es über dieses Phänomen zahlreiche wissenschaftliche Studien und Meta-Studien, angefangen von der Einschätzung der Erfolgsaussichten von Firmenneugründungen über die Wahlchancen politischer Spitzenkandidaten hin zu den Ergebnissen sportlicher Wettbewerbe, dem Ereignis von Terroranschlägen oder der Bekanntwerdung medizinischer Diagnosen. Allen ist gemeinsam, dass die dem Hindsight Bias erlegenen Personen eine Entscheidung im Nachhinein anders getroffen hätten als sie diese zum Zeitpunkt der Entscheidung faktisch getroffen haben. Ungeachtet dessen lässt sich das Phänomen gerade erfahrenen Entscheidungsträgern – in vorliegendem Fall Wirecard also Fondsmanagern und Finanzanalysten – nur schwer vermitteln. Besonders da der Hindsight Bias häufig mit dem Lernen aus gemachten Erfahrungen verwechselt wird: Entscheidungsträger und ihre Organisationen profitieren davon, wenn sie Fehler im Detail analysieren und ihre Strategien entsprechend anpassen. Wer weiß schon weniger, nachdem er Erfahrungen gemacht hat, als zuvor? Wann aber ist aus der Rückschau geborenes Wissen ein Vorteil, den man sich zu eigen machen sollte, und wann ist es eine Verzerrung, die es von Vorneherein zu vermeiden gilt?

Die Antwort auf diese Frage liegt im Zeitpunkt der Erkenntnis: Ein aus der Rückschau geborenes Wissen ist angemessen und nützlich, wenn es auf aktuelle Aktionen und zukünftige Pläne ausgerichtet ist, indem es in die laufenden Strategien einfließt. Im Gegensatz dazu kann Wissen, das im Nachhinein entsteht, Fehler enthalten, wenn es auf vergangene Zeitpunkte ausgerichtet bleibt. Ein Beispiel hierfür ist die Beurteilung der Fähigkeiten von Personen, die zum Zeitpunkt der Entscheidung unmöglich wissen konnten, was heute bekannt ist. Zu diesen zählen Bilanzexperten, die heute behaupten, es hätte in der Bilanz von Wirecard mehr „Red

Flags“ als bei einer kommunistischen Parteiveranstaltung gegeben. Einem unabhängigen Rating- oder Finanzanalysten hätten sie notwendigerweise auffallen müssen. Mit dem allgemeinem Verweis, wo Rauch sei, müsse auch Feuer sein, wird der Hindsight Bias dann aber zu einer Verhaltens- und Entscheidungsfalle, die bereits mit einer fehlerhaften Bewertung der Vergangenheit beginnt und insbesondere die verdunkelnden Aktionen eines Vorstandsbetrügers nicht berücksichtigt.

Studien zeigen, dass derartige Erklärungsversuche von der Anzahl der möglichen Auslöser abhängig sind. Situationen, die sich für einfache kausale Erklärungen eignen, rufen im Nachhinein größere Verzerrungen hervor als Situationen, die mehrdeutiger sind. Auch überraschende Ergebnisse können im Nachhinein den Hindsight Bias verstärken, aber nur dann, wenn sich eine kohärente Erklärung findet, die die Überraschung erfolgreich auflöst. Dass der Hindsight Bias im Nachhinein so mächtig ist, liegt aber nicht zuletzt an der Neigung der Menschen, Ursache und Wirkung zu vereinfachen. Hat eine bestimmte Ursache nur eine Wirkung und diese Wirkung nur diese eine Ursache, so ist der Hindsight Bias markanter als bei komplizierteren Fällen, bei denen entweder eine Ursache viele Ergebnisse nach sich ziehen kann (ein Nachfragerückgang kann unterschiedliche Strategieänderungen auslösen) oder wenn viele Ursachen herangezogen werden können, um ein einzelnes Ergebnis zu rechtfertigen (eine Verlustsituation kann z. B. auf einen Preisverfall, den Eintritt neuer Wettbewerber oder dem Wegfall eines relevanten Kunden zurückzuführen sein).

Besonders entmutigend sind jedoch die Fälle, bei denen viele Ursachen sich in vielen Ergebnissen ausdrücken können: Der Wirecard-Fall. Zwar sind Anleger in der Lage, die viele-Ursachen-viele-Ergebnisse-Struktur zu erkennen, wenden sich aber, wenn sie die vergangenen Entscheidungen interpretieren sollen, einer einzigen, der klarsten und womöglich einfachsten Ursache zu. Mit der Folge, dass die Rolle des Zufalls unter- und die individuelle Vorhersagekraft überschätzt wird. Übrigens können auch kontrafaktische Urteile, also Gedanken darüber, was hätte sein können, wenn einige Handlungen in der Vergangenheit anders gewesen wären, den Hindsight Bias auslösen: „Hätte er die Wirecard-Bilanz nur genauer untersucht, hätte er den Betrug erkennen können“ ist ein typischer Fall eines solchen kontrafaktischen Urteils. Es beinhaltet eine Vorgeschichte – die genauere Bilanzanalyse – und eine Konsequenz: Das von Analysten nicht gefällte Verkaufsurteil für die Aktie.

Welche Lehren lassen sich aus dem Wirecard-Betrug ziehen?

Was muss getan werden, um den Vorstandsbetrug zukünftig zu vermeiden? Laut § 263 des deutschen Strafgesetzbuches wird derjenige, der „in der Absicht, sich oder einem Dritten einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, das Vermögen eines anderen dadurch beschädigt, dass er durch Vorspiegelung falscher oder durch Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen einen Irrtum erregt oder unterhält, (...) mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft“. Dieses Strafmaß kann auf bis zu zehn Jahren ausgeweitet werden, wenn der Täter „gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande handelt, die sich zur fortgesetzten Begehung von Urkundenfälschung oder Betrug verbunden hat“. In diesem Fall spricht das Strafgesetzbuch von „bandenmäßigem Betrug“.

Für den ersten größeren, von einem Unternehmen begangenen Betrugsfall, war die South Sea Company verantwortlich, eine 1711 gegründete britische Aktiengesellschaft. Schon zwei Jahre nach ihrer Gründung wurde der Gesellschaft das Monopol für die Belieferung afrikanischer Sklaven in die Südsee und nach Südamerika gewährt. Zu diesem Zeitpunkt war

Großbritannien allerdings in den Spanischen Erbfolgekrieg verwickelt. Und weil Spanien und Portugal den größten Teil Südamerikas kontrollierten, gab es für „The Governor and Company of the merchants of Great Britain, trading to the South Seas and other parts of America, and for the encouragement of the Fishery“, so die offizielle Firma der Gesellschaft, keine realistische Chance, überhaupt Gewinne aus ihrem Monopol zu erzielen. Dies hat auch die Geschäftsführung erkannt und das Geschäftsmodell um den Aufkauf von Schulden der Bank of England erweitert. In Verbindung mit geschickt lancierten Gerüchten über mögliche zusätzliche Geschäftsmöglichkeiten kam es innerhalb kurzer Zeit zu einer Vervielfachung des Aktienkurses – bis im Jahr 1720 die South Sea Bubble platzte und tausende von Anlegern ihr Geld verloren.

Am Betrugsschema hat sich in den vergangenen 300 Jahren wenig geändert. Wie damals besteht Betrug auch heute vornehmlich aus zwei Elementen: Der „Suggestio Falsi“, also der Unterstellung der Falschheit, und der „Suppressio Veri“, der Unterdrückung der Wahrheit. Während Kriminalkommissare, wie oben bereits festgestellt, zur Aufdeckung kniffliger Fälle darauf geschult werden, wie Verbrecher zu denken, um Verbrecher zu fangen, ist diese Herangehensweise für Finanzanalysten und Asset Manager grundsätzlich untypisch. Viele Akteure, insbesondere im Finanzbereich, neigen stattdessen dazu, verhaltensbezogene Erklärungen für Unstimmigkeiten zu vernachlässigen. Da die Folgen des Betrugs – wie Wirecard gezeigt hat – derart gravierend sein können, wäre es nicht nur für die Aufdeckung von Betrugsfällen, sondern auch zur Abschreckung sinnvoll, zusätzliche Ausbildungsschwerpunkte auf verhaltensbezogene Erkenntnistheorien zu legen. Mit anderen Worten, wenn wir das Delikt an sich diskutieren wollen, müssen wir zwangsläufig den menschlichen Faktor des Betrügers mit einbeziehen.

Von außen betrachtet unterscheidet sich Dr. Braun kaum von Kenneth Ken Lay und Jeffrey Skilling von Enron oder von Elizabeth Holmes von Theranos, der sich Dr. Braun schon modisch mit seiner affektierten Vorliebe für schwarze Rollkragenpullover annäherte. Selbst wenn wir diesen Vorständen zugutehalten, dass es nicht bereits ihre ursprüngliche Absicht war, die Anleger zu täuschen, wurde, nachdem sich dieses Fehlverhalten einmal entwickelt hatte, wenig unternommen, um wieder auf den Pfad der Tugend zurückzukehren.

Dies führt zu der pessimistischen Vermutung, dass es immer wieder Akteure geben wird, die den gleichen Weg zur „dunklen Seite der Macht“ wählen. Vielleicht muss man sich damit abfinden, dass „bandenmäßiger Betrug“ mit den gängigen professionellen Standards des Finanzanalysten nicht vollständig aufgedeckt werden kann. Ein Verdacht auf Unregelmäßigkeiten mag für einen Investor vielleicht ausreichend sein, vom Kauf einer Aktie Abstand zu nehmen. Dass aber ein Finanzanalyst ein Verkaufsvotum ausspricht, braucht es mehr. Vor allem, wenn es wie bei Wirecard aufgrund des hohen Anteilsbesitzes von Organmitgliedern aus Sicht des Analysten unwahrscheinlich ist, dass diese nicht in Sinne der Anteilseigner handelten.

Fazit

Normalerweise versuchen betrügerische Unternehmen hochverschuldete Beteiligungen nicht zu konsolidieren, indem sie vorgeben, es handele sich um Dritte, mit denen sie überdurchschnittlich profitable Geschäfte unterhalten. Doch bei Wirecard ging es nicht um Gewinne. Das System war insofern perfide, als dass nicht Vermögensgegenstände über- oder Verbindlichkeiten unterbewertet oder ausgelagert wurden, sondern die Liquiditätslage des Finanzdienstleisters manipuliert wurde. Wirecard hat Treuhandkonten und eine komplexe

"Third Party Acquirer"-Struktur erfunden, bei der kaum jemand öffentlich eingestehen wollte, das System nicht verstanden zu haben. In diesem Umfeld ist es Wirecard gelungen, Liquidität zu erfinden und den Leitsatz „Cash is fact, profit is opinion“ in das Gegenteil zu verkehren.

Nachdem diese Struktur von den Wirtschaftsprüfern über Jahre abgesegnet wurde, ist sie auch von den Kapitalmarktprofessionals dankbar übernommen worden: Weil sie ins Gesamtbild passte. Doch ohne die Autorität der Fakten wäre dies wahrscheinlich nicht gelungen: Der Autorität eines skrupellosen Milliardärs, der Gerüchten zufolge Andersmeinende auch schon mal von Privatdetektiven ausspitzeln ließ. Der Autorität eines innovativen Geschäftsmodells, das den Übergang in eine bargeldlose Gesellschaft vorantreibt. Der Autorität einer Aktie, die sich in einem Zeitraum von zehn Jahren mehr als verdreißigfach hat. Der Autorität eines soliden DAX-Konzerns.

Heute ist klar, dass die bearish ausgerichteten Hedgefonds im Recht waren und dass die vom Vorstand geäußerten Gegenwürfe der Kursmanipulation nur als Nebelbomben dienten, um von den berechtigten Vorwürfen abzulenken. Hilft uns diese Einsicht künftig in der Abwehr geschickt eingefädelten Vorstandsbetrugs? Vermutlich nicht, denn ohne die falsche Person zum richtigen Zeitpunkt wird es nicht zu einem Betrug kommen. Und weil sich der Vorstand durch seine maßlose Arroganz als überlegen einstufte, hätten auch härtere Strafen, wie sie jetzt reflexartig gefordert werden, Wirecard nicht verhindern können. Die Gelegenheit zeigt dem Betrüger die Tür, Anreize und eine Verargumentierung öffnen sie, doch er selbst muss hindurchgehen. Und zwar nicht nur einmal, sondern immer wieder. So bleibt das einzige, das wir wirklich aus dem Zusammenbruch des „House of Wirecard“ (Dan McCrum) lernen können, achtsamer zu werden. Achtsamer, wenn in einer solchen Vehemenz und Dauerhaftigkeit Gerüchte hochkommen. Auch wenn dies ein unbefriedigendes Fazit sein mag.

Die Mitglieder der DVFA Kommission Unternehmensanalyse

Peter-Thilo Hasler, CEFA, stv. Leiter, Mitglied des DVFA Vorstands | Sphene Capital GmbH

Mark Kahlenberg | Scherzer & Co. Aktiengesellschaft

Dr. Bodo Kesselmeier | ANUBO GmbH

Benjamin Kohnke | MainFirst Bank AG

Thorsten Müller, CIIA, CEFA, CeFM, Mitglied des DVFA Vorstands | Lighthouse Corporate Finance GmbH

Ralf Müller-Rehbehn, CEFA | Evangelische Bank e.G.

Roger Peeters, CEFA, stv. Leiter, Mitglied des DVFA Vorstands | pfp|ADVISORY GmbH

Volker Sack | NORD/LB Norddeutsche Landesbank

Thomas Schießle | Equi.TS GmbH

Christoph Schlienkamp, Leiter, Mitglied des geschäftsführenden DVFA Vorstands | GS&P Kapitalanlagegesellschaft S.A.

Dr. Carsten Zielke | Zielke Research Consult GmbH

Kay Bommer, Observer | DIRK e.V.

DVFA e.V. – Der Verband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere über 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Wir bündeln die Meinung unserer Mitglieder und bringen uns über die DVFA Gremien in die regulatorische und politische Diskussion ein. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

Weitere Informationen: www.dvfa.de/dvfa-verband

Kontakt

Mirka Kučerová
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.
Mainzer Landstraße 47a
60329 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50 00 42 31 55
mku@dvfa.org

Impressum

Herausgeber: DVFA e.V.
V.i.S.d.P.: Mirka Kučerová

Amtsgericht Frankfurt am Main
VR 8158

© 2020 DVFA e.V.

Der DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen.

Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden.

Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.