

18.10.2019 | Märkte

## Wirecard: Wiederholt sich hier die Causa Steinhoff?

Dieser Tage kam Wirecard, der „Rockstar“ unter den deutschen Aktien und jüngstes DAX-Mitglied, erneut mit Verdacht auf Bilanzfälschung in die Schlagzeilen. Davon sind auch Wandelanleihen als Anlageklasse betroffen, weiß Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer von Holinger Asset Management.



Wandelanleihenmanager Alexander Müller

© Holinger AM

Kaum vor Monatsfrist emittierte Wirecard einen Wandler über 900 Millionen Euro mit fünfjähriger Laufzeit, versehen mit einem Kupon von 0,5 Prozent und einer Wandlungsprämie von 50 Prozent sowie einem impliziten Credit Spread von 150 Basispunkten. Die Anleihe trägt kein offizielles Schuldennrating, qualifiziert sich aber implizit als Investment Grade und ist in den Investment Grade Indizes von Thomson Reuters enthalten.

### Drei Auffälligkeiten bei der Wirecard-Wandelanleihenemission

Auf den ersten Blick wie jede andere herkömmliche Wandelanleihe strukturiert, fielen bei näherem Hinsehen vor allem drei Dinge ins Auge. Alexander Müller dazu: "Üblicherweise werden Emissionen dieser Größenordnung von einem Bankenkonsortium begleitet, als Emissionsbank für Wirecard fungierte hier jedoch alleine die ansonsten im europäischen Wandler-Primärmarkt eher selten wahrgenommene Credit Suisse. Bei dieser Emission handelte es sich auch um eine Finanzmarkttransaktion speziellen Formates und einem konkreten Hintergrund: die bereits seit längerem an Wirecard beteiligte Investitionsgesellschaft Softbank suchte nach einem teilweisen Exit für ihr Engagement, welchen ihr die Credit Suisse durch die Wandelanleihenplatzierung ermöglichte. Ungewöhnlich war dabei auch der angesetzte Ausgabepreis von 107,10 Prozent dieses anfänglich gesuchten und leicht über Emission handelnden Wandlers. Die größte Auffälligkeit jedoch lag darin, dass Wirecard zwei Wochen zuvor eine Unternehmensanleihe über 500 Millionen Euro begeben hatte, unmittelbar nachdem es von Moody's ein offizielles Investment Grade Rating von Baa3 erhalten hatte. Sie war zugleich das fehlende Gütesiegel, um die fast doppelt so große Wandelanleihe mit einem möglichst tiefen Credit Spread und dementsprechend teuren Preis an den Markt zu bringen."

### Glückliches Timing für Wirecard: Platzierung gerade noch gelungen

Ogbleich kein unbeschriebenes Blatt, ist Wirecard als Emittent bzw. Softbank als Seed Investor die Platzierung bzw. Gewinnrealisierung zu vorteilhaften Konditionen bei gerade noch geöffnetem Kapitalmarktfenster gelungen. Gezeichnet wurde die Wandelanleihe mehrheitlich von indexorientierten Fondsmanagern mit einem Tilt zu Investment Grade. Das IG Schuldennrating durch Moody's, die DAX-Zugehörigkeit und Marktkapitalisierung von knapp 18 Milliarden Euro, 22 Kauf- gegenüber 7 Halte- und lediglich 2 Verkaufempfehlungen der Analysten gemäß Bloomberg und schließlich der Seltenheitswert eines europäischen Wandlers aus dem unterrepräsentierten Technologiesektor überwogen die Anfang des Jahres aufgetauchten, zuletzt aber wieder in den Hintergrund getretenen Gerüchte über vorsätzliche Bilanzfälschung.

### Auffälligkeit beim Vorwurf: diesmal keine Short-Seller Attacke

Nun ist es durchaus nachvollziehbar, Gerüchten dieser Art nicht vorschnell oder in Panik zu begegnen, solange sich diese nicht erhärten lassen. Hedgefonds, die konzentrierte Titelwetten in Form von Leerverkäufen eingehen, haben es sich in den letzten Jahren zu einer zunehmend gewinnträchtigen Methode gemacht, detaillierte Analysen zu publizieren, welche die Bewertungen in den Büchern anzweifeln und den Zielunternehmen meist vorsätzliche Täuschung unterstellen.

In der Mehrzahl der Fälle reagiert der Markt auf solcherart Meinungsveränderung negativ. Falls und bis sich die Vorwürfe durch eine gegengesetzte Stellungnahme der Geschäftsführung entkräften lassen, ist oft schon Schaden angerichtet, die unter Verdacht stehende Aktie verzeichnet mitunter schmerzhaft Kursverluste. Die Methode nach dem Motto: „shoot first, ask questions later“ verhilft Short-Sellern zu einem lukrativen Vorteil, indem sie sich vom Wahrheitsgehalt der Anklage losgelöst praktisch unmittelbar zu günstigeren Kursen eindecken können.

### Finanz-Watergate und Wiedergeburt investigativen Journalismus als vierter Gewalt?

Eine entscheidende Rolle spielt dabei oft, wer als Ankläger auftritt. Einem kleinen unbekanntem Hedgefonds schenkt der Markt weniger Beachtung als dem großen Player mit namhaften Persönlichkeiten und beachtlichem Erfolgsausweis. Und ganz anders stellt sich die Situation dar, wenn der Ankläger nicht aus Renditemaximierung, sondern aus dem Motiv der Wahrheitsfindung und Aufklärung handelt, wie im Falle Wirecards, das sich mit den Recherchen der Financial Times konfrontiert sieht.

Daniel Lutz, Manager des H.A.M. Global Convertible Bond Fund, merkt an, dass es einen erheblichen Unterschied macht, ob sich eine der renommiertesten Adressen der Medienbranche in einem zweiten Anlauf ihrem denkbar größten Risiko aussetzt, indem sie ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel setzt. Dass die FT, wie von Wirecard stipuliert, mit Short-Sellern in konzertierter Aktion kooperiert, scheint als Argument eher gesucht und an den Haaren herbeigezogen zu sein. "Dass sich die FT derart weit aus dem Fenster lehnt und unter vollem Einsatz spielt, scheint eher darauf hinzudeuten, dass sie sich auf ihrem Weg zur Aufdeckung der Tatsachen ziemlich sicher fühlt und ihre Stunde nahen sieht, einem zunehmend deskriptiv orientierten Journalismus wieder seine ursprüngliche qualitative Bedeutung zu verleihen – sie erkennt, dass sich das Geschäftsmodell einer moralisch orientierten Wahrheitsfindung zukünftig wieder monetarisieren lässt", analysiert Müller.

### Auffällig: Bond- und Aktienmarkt beurteilen Situation sehr unterschiedlich

Der Markt reagiert verunsichert, bewertet die gegenwärtige Situation uneinheitlich und scheint dabei zweigeteilt. Müller dazu: "Bond- und Kreditmarkt sind in diesem Fall deutlich skeptischer als der Aktienmarkt. Diese Konstellation tritt höchst selten ein, meistens verhält es sich umgekehrt, da sich Aktionäre im Konkursfall einem Totalverlust ausgesetzt sehen, während Schuldner sich eine (Teil)-Rückzahlung erhoffen. Der Fall Steinhoff zeigt exemplarisch, wie Besitzer der Wandelanleihe teilweise bedient werden, während Aktienbesitzer leer ausgehen."

### Causa Steinhoff: Aktionäre gehen leer aus, Wandelanleihenbesitzer erhalten Teil zurück

Bei Steinhoff kristallisierte sich rasch heraus, dass – wenngleich künstlich aufgeblasene – Substanz vorhanden war, deshalb die Dichotomie von (Wandel)Anleihen- und Aktienmarkt.



Quelle: Bloomberg

### Ganz anders stellt sich die Situation bei Wirecard dar

Dort lässt sich die größere Skepsis im Anleihenlager vielleicht so deuten, dass der Markt durch die Mindeststückelung von 100.000 Euro von institutionellen Anlegern dominiert ist, während die relativ stärkere Zuversicht bei den Aktionären vom höheren Anteil an Privatanlegern stammt, die nach wie vor vom Narrativ der technologischen Erfolgsgeschichte, der unglaublichen historischen Renditeentwicklung und den immer noch positiv gefärbten Kommentaren der Analysten getragen werden, vermutet der Wandelanleihenexperte.

### Wirecard: Aktiennotierung und Wandler-Notiz stürzen parallel ab

Aktienanalysten suchen nach Renditetreibern, Kreditanalysten nach Substanz. Bei Wirecard hat die Suche nach Substanz bei einem Credit Spread von 125 Basispunkten begonnen, liegt nun bei 600 Basispunkten und ist immer noch voll im Gange, wie der Chart zeigt.



Quelle: Bloomberg

### Auswirkung auf Wandelanleihen und indexorientierte Anlagestrategien

Ähnlich wie bei Steinhoff ist der Wirecard-Wandler in sämtlichen vier Indizes vertreten, per Anfang Woche noch mit folgendem Gewicht:

TR Global	0,35 Prozent
TR Global Focus	0,74 Prozent
TR Global Investment Grade	1,56 Prozent
TR Global Focus Investment Grade	2,61 Prozent

"Im breiten Index ist die Performanceminderung durch Wirecard kaum nennenswert, im Fokus Index mit zirka -0,15 Prozent bereits spürbar", weiß Müller. "Ein beträchtlicher Teil der Manager, die sich an diesen beiden Indizes orientieren, werden Wirecard erst gar nicht berücksichtigt oder untergewichtet haben. Etwas anders sieht es im Investment Grade Segment aus: das konzentrierte Anlageuniversum des Global IG und äußerst komprimierte Universum des Global IG Focus drängt den indexnahen Manager förmlich dazu, in die meisten der erwerbbareren Titel bei vergleichbarer Gewichtung zu investieren. Auf Indexebene verlor der Global IG durch Wirecard bis gestern zirka -0,30 Prozent, der Global Focus IG in etwa -0,50 Prozent." Aber noch sei die Causa Wirecard nicht beendet, sondern habe vielleicht gerade erst begonnen.

### Fazit

Für gut befundene Ratings reichen zur Beurteilung der Schuldnerqualität alleine nicht aus. "An einer deutlich umfassenderen Kreditanalyse führt kein Weg vorbei", lautet Müllers Résumé. "Soviel scheint im Bezug auf Kreditvergabe und Kapitalsicherheit klar zu sein: Die Situationen, in denen sich ein nackter Kaiser ohne Kleider darbietet, werden sich in Zukunft häufen. Ein Fall wie WeWork, dessen herkömmliche Unternehmensanleihe eine Rendite von mittlerweile 13 Prozent aufweist und an dem Softbank ebenfalls federführend beteiligt ist, könnte sogar als signalkräftiges Erweckungserlebnis in die Finanzgeschichte eingehen, das die Ära der mühelosen Kreditvergabe samt Wiegen in Scheinsicherheit besiegelt. Unbestritten ist jedenfalls, dass für den aktiven Manager auch bei gut veranschlagten Schuldnerqualitäten bei der Kreditanalyse mehr Arbeit und Herausforderung wartet, die Risiko in Form von Tilgungsbereitschaft und Rückzahlungsfähigkeit in einem neuen Licht erscheinen lässt." (kb)