

Die Bilanz, an der selbst Analysten verzweifeln

Das 250-Millionen-Euro-Rätsel des Börsenwunders Wirecard

Von Heinz-Roger Dohms

manager-magazin.de hat in der Bilanz des gefeierten TecDax-Riesen Wirecard eine ebenso große wie ominöse Forderungsposition entdeckt. "Alles marktbekannt", wiegelt der milliardenschwere Zahlungsdienstleister ab. Aber das stimmt so nicht.

Ein Tunnel funktioniert nach einem einfachen Prinzip. Auf der einen Seite geht es hinein. Und auf der anderen wieder hinaus. Es mag längere und kürzere Tunnel geben, einspurige und mehrspurige, solche, in denen der Verkehr problemlos fließt, und solche, in denen er sich immer wieder staut. Und doch - das Prinzip bleibt immer das gleiche: Auf der einen Seite geht es hinein. Und auf der anderen wieder hinaus.

Bislang musste man annehmen, auch die Bilanz des bayerischen Zahlungsdienstleisters Wirecard würde wie ein Tunnel funktionieren. Nun aber zeigen Recherchen von manager-magazin.de: Das tun sie gar nicht.

Wirecard ist jene sagenumwobene Firma, die es in den zurückliegenden Jahren aus dem Nichts heraus auf eine Marktkapitalisierung von fünfeneinhalb Milliarden Euro gebracht hat - und die damit an der Börse ähnlich hoch gehandelt wird wie die Lufthansa. Gemessen an der Bewertung ist Wirecard die hinter Zalando erfolgreichste deutsche Gründerstory der vergangenen 25 Jahre. Setzt das Unternehmen seinen Wachstumskurs auch nur einigermaßen fort, ist der Aufstieg in den Dax nur eine Frage der Zeit.

Die 1999 gegründete Firma hat sich auf ein Geschäft spezialisiert, das zwar vom Endkunden lebt, das der Endkunde aber nicht sieht - das sogenannte Acquiring. Ein Acquirer ist ein Zahlungsdienstleister, der bei Kreditkartentransaktionen zwischen die Kartenfirma auf der einen und den Einzelhändler auf der anderen Seite tritt. Das bedeutet konkret: Beahlt ein Kunde per Kreditkarte, dann fließt das Geld von Visa oder Mastercard nicht direkt zum Händler, sondern geht zunächst einmal an den Acquirer. Erst mit zeitlichem Verzug leitet der das Geld dann an den Einzelhändler weiter.

Bilanziell gesehen hat dieses Geschäftsmodell folgende Implikationen: Beim Acquirer bilden sich Forderungen gegenüber den Kreditkartenfirmen und Verbindlichkeiten gegenüber den Händlern. Wird der Zahlungsfluss in Gang gebracht, verwandeln sich die Forderungen in Cash, das zunächst hineinrinnt in die Bücher des Acquirers, irgendwann aber auch wieder hinaus - womit sich nach den Forderungen auch die Verbindlichkeiten wieder auflösen. Im Rechnungswesen spricht man von "durchlaufenden Posten". Es ist dasselbe Prinzip wie beim Auto, das in den Tunnel hinein fährt und wieder heraus.

Wie sieht das Ganze nun bei Wirecard aus? Laut Konzernbericht hatte Wirecard Ende 2015 "Forderungen aus dem Acquiringbereich" in Höhe von 334 Millionen Euro - und "Verbindlichkeiten aus dem Acquiringbereich" in Höhe von ebenfalls 334 Millionen Euro. Ein Jahr zuvor stellte sich die Sache ähnlich dar. Da waren es Forderungen von 284 Millionen Euro - und Verbindlichkeiten von 283 Millionen Euro.

Angesichts der jeweils nahezu identischen Beträge sollte auf der Hand liegen, dass die beiden Positionen in direktem Bezug zueinander stehen - dass also die "Forderungen aus dem Acquiringbereich" grosso modo für das Geld stehen, das Wirecard von den Kreditkartenfirmen bekommt, und die "Verbindlichkeiten aus dem Acquiringbereich" für das Geld, das Wirecard an die Händler ausbezahlt. Zumal Wirecard explizit betont, sowohl die Forderungen als auch die Verbindlichkeiten hätten "durchlaufenden Charakter".

Doch tatsächlich liegen die Dinge völlig anders.

Die ganz spezielle Geschichte Wirecards

Beim überwiegenden Teil der "Forderungen aus dem Acquiringbereich" handelt es sich gar nicht um "Acquiring-Forderungen" im eigentlichen Sinne. Was aber steckt dann dahinter? Werden hier Werte ausgewiesen, die eigentlich anderer Natur sind?

Wirecard ist das Werk zweier Männer. Der eine heißt Markus Braun, 47, promovierter Wirtschaftsinformatiker, ehemaliger KPMG-Mann, seit 2002 Vorstandschef und mit gut sieben Prozent der Anteile noch heute einer der größten Aktionäre. Menschen, die ihn gut kennen, bezeichnen Braun, kurzgeraspelte Haare, kantiges Gesicht, knackiger Händedruck, als "intellektuell brillant", aber auch als "einschüchternd".

Auf der DLD, der renommiertesten deutschen Techkonferenz, durfte sich Braun als einer der Hauptsponsoren auf dem Podium selbstbewusst in Szene zu setzen. Für intime Gespräche am Rande des Events hatte Wirecard eine Bar aufbauen lassen, ganz in schwarz getaucht, eine Art Dunkelkammer der Tech-Szene.

Als der Österreicher Anfang des Jahrtausends zur Vorgängerfirma von Wirecard kam, drohte das Startup im Zuge des New-Economy-Crashes unterzugehen. Braun stabilisierte die Firma und richtete den Fokus auf jenes große Trendthema, mit dem Wirecard bis heute sein Geld verdient: den Zahlungsverkehr im Internet. In den Anfangsjahren stammten die Kunden vor allem aus der Porno- und der Gambling-Industrie, weshalb Wirecard zunächst ein Schmuddelimage anhaftete. Später dann kamen seriösere Branchen wie Airlines oder Retailer hinzu.

Der andere wichtige Protagonist heißt Burkhard Ley, ein gelernter Banker, dessen Erwerbsbiographie zwei fluoreszierende Adressen aufweist. Bei der Kölner Investmentbank Sal. Oppenheim firmierte Ley Ende der 90er Jahre als Direktor, zwischen 2000 und 2001 war er dann Finanzvorstand der Kirch New Media AG, dem Startup-Ableger des Filmpleitiers. Nach einigen Jahren als selbstständiger Berater stieß Ley 2006 zu Wirecard und übersetzt das von Braun erzeugte Wachstum seitdem in immer imposantere Zahlenwerke.

Auf den ersten Blick ist die Geschichte von Wirecard also die eines New-Economy-Zombies, der, weil er früh auf das Megathema E-Commerce setzte, zum Milliardenkonzern mutierte. Zur Historie des in Aschheim bei München beheimateten Unternehmens gehört allerdings auch, dass die Firma seit Jahren wegen undurchsichtiger oder vermeintlich unsauberer Bilanzpraktiken immer wieder scharf angegriffen wird - vor zwei Jahren etwa in einer Artikelserie des "Financial Times"-Blogs "Alphaville" und zuletzt im Frühjahr 2016 von einem selbsternannten Research-Haus namens Zatarra.

Dessen angebliche Enthüllungsstudie ließ die Wirecard-Aktie binnen eines Vormittags um rund ein Drittel einbrechen. Bei genauerer Lektüre indes zeigte sich, dass es sich bei der vermeintlichen Analyse um eine wilde Aneinanderreihung windiger Behauptungen handelte. Die Aktie erholte sich wieder. Und auch die Analysten sprachen Wirecard von sämtlichen Vorwürfen frei. Das Zatarra-Kapitel endete, wie [all die anderen Attacken auf Wirecard der vergangenen Jahre](#) mit viel Rauch, aber ohne Nachweis eines Feuers.

Alles gut also?

Das Rätsel in der Wirecard-Bilanz

Das Acquiring kann man sich vorstellen wie eine Pflichtversicherung. Jeder Händler, der seinen Kunden den Kauf per Kreditkarte anbieten will, braucht eine Acquiring-Bank, die im Zweifel für seine Seriosität bürgt. Andernfalls würden Kreditkartenfirmen wie Visa und Mastercard den Händler gar nicht erst akzeptieren. Dafür kassiert der Acquirer eine Gebühr und den sogenannten Sicherheitseinbehalt des Händlers. Kauft ein Kunde in einem Online-Shop per Kreditkarte für 100 Euro ein, dann fließt das Geld wie folgt:

* Die 100 Euro werden von der Kreditkartenfirma zum Acquirer transferiert

* Der Acquirer leitet mit einigen Tagen Verzug, sagen wir, 95 Euro an den Händler weiter

* 1 Euro reklamiert der Acquirer als Gebühr für sich, 4 Euro hält er zunächst als sogenannten Sicherheitseinbehalt zurück.

* Dieser Sicherheitseinbehalt wird erst, nachdem der Händler dem Kunden das Produkt zugesandt hat, an den Händler überwiesen - also wenn klar sein sollte, dass es zu keiner Rückbelastung kommt. Bei der Sicherheitsleistung handelt es sich also um ein Pfand. Denn geht der Händler pleite oder hat er schadhafte Ware geliefert, haftet in letzter Konsequenz der Acquirer.

Wirecard wickelt laut eigenen Angaben einen Großteil seiner Transaktionen innerhalb der EU ab über die Wirecard Bank, eine hundertprozentige Konzerntochter. Man sollte erwarten, dass sich hier auch ein beträchtlicher Teil der Acquiring-Forderungen wiederfindet. Schließlich ist Europa für Wirecard der mit Abstand größte Markt.

Tatsächlich verirrt sich in der Wirecard Bank Ende 2015 "Forderungen gegenüber Kreditkartenorganisationen" von gerade mal 37,6 Millionen Euro, also nur etwas mehr als ein Zehntel des Konzernvolumens von 334 Millionen Euro. Die Erklärung hierfür: In der Wirecard Bank lag zugleich ein "Überschuss aus liquiden Mitteln aus dem Acquiring-Bereich" in Höhe von 281,8 Millionen Euro. Das war jenes Geld, das die Kreditkartenfirmen zum Bilanzstichtag bereits überwiesen hatten - das Wirecard aber noch nicht an die Händler weitergereicht hatte. Gewissermaßen die Autos, die bereits in den Tunnel hineingefahren sind und noch nicht wieder herauskamen.

Doch genau hier tut sich das Mysterium auf: Wenn die Wirecard Bank zum Bilanzstichtag riesige Verbindlichkeiten gegenüber den Händlern hatte, aber nur geringe Forderungen gegenüber den Kreditkartenfirmen - wie kann es dann sein, dass sich die Forderungen und Verbindlichkeiten auf Konzernebene nahezu entsprechen? Irgendwo in der weit verzweigten Wirecard-Gruppe muss es mithin üppige Forderungen geben, die zwar laut Bilanz einen "durchlaufenden Charakter" haben, denen aber keine entsprechenden Verbindlichkeiten gegenüberstanden. Autos, die aus dem Tunnel kommen, ohne je hineingefahren zu sein.

Mit diesem Rätsel wandte sich manager-magazin.de an mehrere Analysten, die die Aktie bewerten. Eine Erklärung für das Phänomen konnte keiner liefern. Stattdessen schrieb einer mit fast schon sympathischer Offenherzigkeit (und der Bitte, anonym bleiben zu dürfen) zurück: "Ich fürchte leider, dass das viel zu tiefgründig ist. Die Rechnungslegung bei Wirecard ist unglaublich komplex und schwer zu durchschauen."

Wirecard selbst sagt dazu: Beim Gros der durchlaufenden Forderungen - genauer gesagt bei rund 250 Millionen Euro - handele es sich um sogenannte rollierende Sicherheitseinbehalte. "Rollierend" heißt: Die alten Sicherheitseinbehalte werden bei Fälligkeit immer wieder durch neue ersetzt. Diese Sicherheiten würden von Wirecard-Gesellschaften geleistet, die "das Acquiring-Volumen über externe Partner abwickeln".

Nach eigener Darstellung verfügt Wirecard in den meisten Jurisdiktionen außerhalb der EU über keine eigene Acquiring-Lizenz. Da man als internationaler Konzern seinen Kunden - vor allem Online-Händlern - aber nicht nur in Europa Acquiring-Dienste anbieten wolle, kooperiere man in vielen Ländern mit lokalen Drittbanken und nutze deren Acquiring-Lizenz. Wirecard sei bei diesen Geschäften die treibende Kraft. Die für das Acquiring typischen Zahlungsströme allerdings liefen durch die Konten der Drittbank.

Deren Bilanz müssten demnach auch die eigentlichen Acquiring-Forderungen- und Verbindlichkeiten abbilden. Entstehen Wirecards eigene, gewaltige Forderungen in Höhe von 250 Millionen Euro also dadurch, dass der Konzern aus eigenem Geld zusätzliche Sicherheiten hinterlegt, obwohl die Drittbanken bereits die Sicherheit des Händlers einbehalten? Und wo liegt dann bei dem Drittbankengeschäft der "durchlaufende Charakter"?

Zur Veranschaulichung: Beim Acquiring mit eigener Lizenz ist Wirecard selber der Tunnel. Beim Acquiring ohne Lizenz schiebt Wirecard das eigene Geld in einen fremden Tunnel, der sich externe Drittbank nennt. Doch durch diesen Tunnel fließt das Geld nicht einfach durch. Es kommt, wenn alles gutgeht, durch den ursprünglichen Eingang irgendwann wieder zurück.

Kann man den Aktionären diese Position wirklich als "durchlaufend" verkaufen? Wirecard sagt ja. Den im Rechnungswesen üblichen Begriff des "durchlaufenden Postens" vermeidet das Unternehmen indes und verwendet stattdessen die undefinierte Formulierung "durchlaufender Charakter". Absicht? "Es gibt für den uns vorliegenden Sachverhalt keine feste Definition im Rechnungswesen", sagt Wirecard. "Die Formulierung 'durchlaufender Charakter' beschreibt aus unserer Sicht den Sachverhalt sehr treffend und wird hinsichtlich unserer Einschätzung von unserem Prüfer Ernst & Young geteilt."

Das Ganze ließe sich als Wortklauberei abtun - wären die 250 Millionen Euro nicht so zentral für das Verständnis der gesamten Blackbox Wirecard. Denn es macht einen großen Unterschied, ob es sich bei einem beträchtlichen Teil der eigenen Vermögenswerte um kurzfristige Forderungen gegenüber bonitätsstarken Weltkonzernen wie Visa oder Mastercard handelt. Oder um bis zu 180 Tage laufende Einlagen bei irgendwelchen "Drittbanken".

Das 250-Millionen-Euro-Mysterium wirft daher eine ganze Reihe von Fragenkomplexen auf:

Die Reaktionsprosa von Wirecard

Erstens: Wissen die Wirecard-Anleger, dass es sich bei drei Vierteln (also bei rund 250 Millionen von 334 Millionen Euro) der "Forderungen aus dem Acquiring-Bereich" um "unechte" Acquiring-Forderungen handelt?

Das Thema sei "natürlich voll umfänglich marktbekannt", teilt Wirecard mit - und bezeichnet es als "irreführend", von "unechten" oder "uneigentlichen" zu sprechen. Zudem: "Sie dürfen bitte nicht unterstellen, das sich Analysten und Investoren in den letzten zwölf Jahren, in denen Wirecard dieses Geschäft betreibt, nicht alle Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen erläutern haben lassen und sich ihres Charakter sowie ihrer Besonderheit nicht bewusst sind."

Ende November bat manager-magazin.de Wirecard erstmals, Research-Studien zur Verfügung zu stellen, die diese "Marktbekanntheit" belegen. Wirecard schickte daraufhin Auszüge aus drei Studien, in denen das Phänomen tatsächlich kurz angerissen wird: Sie stammten von M.M. Warburg, Morgan Stanley und einer wenig bekannten Firma namens Olivetree.

Was auffiel: In keiner der drei Ausschnitte fand sich ein Hinweis auf die Höhe der "unechten" Acquiring-Forderungen - ebenso wenig wie in rund 15 Analystenstudien, die manager-magazin.de mithilfe von Bilanzexperten in den zurückliegenden Wochen durchforstet hat.

Auf nochmalige Anfrage verwies Wirecard kurz vor Weihnachten plötzlich auf eine wenige Tage zuvor erschienene weitere Morgan-Stanley-Studie. Und tatsächlich: Erstmals wurde darin nun auch das Volumen der "unechten" Forderungen beziffert. War das Ausmaß zumindest einem Analysten also doch bekannt?

Offenbar noch nicht lange. Anfang 2016 hatte der gleiche Morgan-Stanley-Mann die Forderungen noch auf "weniger als 50 Millionen Euro" geschätzt - obwohl es ja auch zu diesem Zeitpunkt schon 250 Millionen Euro waren. Das heißt: Selbst jene Investmentbank, die von Wirecard als Kronzeuge für die "Marktbekanntheit" angeführt wird, hatte vor einem Jahr offenbar noch keine Ahnung von der Dimension der "unechten" Acquiring-Forderungen.

Zweitens: Wer sind die Drittbanken?

Obwohl diese Institutionen und vor allem das Geld, das bei ihnen angeblich lagert, einen entscheidenden Pfeiler der Wirecard-Bilanz darstellen, nennt Wirecard auch auf mehrmalige Nachfrage hin nicht den Namen einer einzigen dieser Partnerbanken. Stattdessen teilt das Unternehmen mit: "Naturgemäß unterliegen Partnerverträge wie auch Kundenverträge der Vertraulichkeit. Aber auf unserer IR/PR-Page finden sie hunderte Pressemitteilungen, darunter auch etliche, die Partnerbanken benennen, von denen wir Ihnen einige wenige zugeschickt haben." Daraus jedoch ist nicht eindeutig ersichtlich, bei welchen Namen es sich um Drittbanken für das Acquiring-Geschäft handelt.

Drittens: Wie erklärt sich die enorme Höhe der "unechten" Acquiring-Forderungen?

Jeder, der jemals eine Versicherung abgeschlossen hat, weiß, dass sich die zu zahlende Prämie am Risiko und an der potenziellen Schadenssumme bemisst. Wenn Wirecard nun aber zum 31. Dezember 2015 bei Drittbanken "Prämien" im Umfang von 250 Millionen Euro hinterlegt hatte, es zugleich vonseiten des Unternehmens aber immer wieder heißt, wie gut man seine Risiken im Griff habe - wie gigantisch muss dann das über die Drittbanken abgewickelte Transaktionsvolumen sein? Auch bei dieser Frage werden die Bayern wortkarg.

Was man aus offiziellen Angaben weiß: Das globale Transaktionsvolumen von Wirecard belief sich 2015 auf rund 45 Milliarden Euro. Hiervon muss ein beträchtlicher Teil auf die Wirecard Bank entfallen sein. Sie erwirtschaftete Provisionserlöse aus dem Acquiring von 202,4 Millionen Euro - 25 Prozent der Provisionserträge des Gesamtkonzerns. Zugleich verzeichnete die Wirecard Bank im Acquiring allerdings nur Forderungsausfälle von 922.000 Euro.

Bei Wettbewerbern bewegen sich die Ausfälle in einem ähnlichen Bereich - grob ein Cent pro 100 Euro Transaktionsvolumen. Sonst würde sich das extrem niedrigmarginige Acquiring-Geschäft kaum rentieren. Warum also muss der Konzern für sein Transaktionsvolumen außerhalb der Wirecard Bank zusätzliche Sicherheiten im Umfang einer Viertelmilliarde Euro hinterlegen?

Wirecard teilt hierzu mit: "Die im Acquiring-Geschäft zu hinterlegenden Sicherheiten richten sich nach dem abgewickelten Transaktionsvolumen und der jeweiligen Branche, in der ein Händler tätig ist, nicht nach historischen Ausfallraten innerhalb der Wirecard-Gruppe. Die Sicherheiten bei den Partnerbanken sind nicht so kalkuliert, dass der Erwartungswert abgebildet wird, sondern, dass im Zweifel auch ein Großschaden abgedeckt ist. Bei der Absicherung wird also von einem Negativ-Szenario ausgegangen."

Arbeiten die Research-Studien mit den richtigen Zahlen?

Viertens: Arbeiten die Research-Studien mit den richtigen Zahlen?

Finanzchef Ley erleichtert den Analysten seit Jahren die Arbeit, indem er ihnen eine "bereinigte" Cashflow-Rechnung an die Hand gibt, aus der er "diejenigen Posten eliminiert, die nur durchlaufenden Charakter haben". Man kann es auch anders sagen: Er erspart den Analysten den Blick in den Tunnel.

Eine solche "Bereinigung" ist bei Acquirern durchaus üblich, schließlich kann sie dabei helfen, das fremde Cash (also die 99 Euro, die in Wirklichkeit dem Händler zustehen) vom eigenen Cash (die 1 Euro Gebühr) zu trennen. Was aber, wenn es sich bei drei Vierteln der zu "eliminierenden" Forderungen mit "durchlaufendem" Charakter gar nicht um fremdes, sondern quasi um eigenes Geld handelt - müssten die Analystenbewertungen dann nicht völlig anderen Prämissen folgen?

Wirecard erklärt hierzu, die Definition der "bereinigten" Cashflow-Rechnung sei eng mit dem Wirtschaftsprüfer EY abgestimmt worden und werde "natürlich auch einer detaillierten Prüfung unterzogen". Ziel der Bereinigung sei es, "insbesondere kurzfristige Effekte zu glätten, die beispielsweise üblicherweise zwischen Q4 und Q1 (viertes Quartal und erstes Quartal - die Redaktion) durch den detailliert im Geschäftsbericht beschriebenen Weihnachts- und Feiertageffekt entstehen."

Erzählen die Geschäftsberichte die ganze Geschichte? Wäre es nicht im Interesse eines börsennotierten Unternehmens, am wichtigsten Knotenpunkt seiner Bilanz die Zahlen sauber aufzuschlüsseln - statt Forderungen, die offensichtlich nur entfernt etwas miteinander zu tun haben, einfach zusammenzuwerfen?

Thorsten Grenz, Vorsitzender des Aufsichtsratsverbands "Financial Experts Association", Honorarprofessor an der Uni Kiel und einer der renommiertesten deutschen Bilanzexperten, sagt: "Es wäre mindestens wünschenswert, wenn der Anleger durch zusätzliche Information die Qualität und Struktur der Forderungen besser beurteilen könnte. Das ist besonders dann wichtig, wenn sich die Forderungspositionen inhaltlich stark unterscheiden."

Bemerkenswert ist, dass ein Großteil der 250 Millionen Euro dem Anschein nach nur in zwei Wirecard-Gesellschaften liegt, nämlich in der Card Systems Middle East in Dubai und der Wirecard Payment Solutions in Dublin - ein Rechercheergebnis, die das Unternehmen als "in dieser Form nicht richtig bezeichnet".

Ausgerechnet über diese beiden Töchter erfährt man abgesehen von ein paar kargen Angaben in der Konzernbilanz so gut wie nichts. Dabei stehen die Gesellschaften in Irland und den Emiraten für rund 75 Prozent des Überschusses der gesamten Wirecard-Gruppe. Das Unternehmen bezeichnet auch diese Feststellung als "irreführend" und verweist darauf, dass große Teile des Geschäfts über Dublin und Dubai abgewickelt würden.

Nicht zuletzt dank der Profite in Dublin und Dubai entwickelt sich Wirecards Ebitda (also der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen) seit Jahren mit einer Ebenmäßigkeit, als fahre das Unternehmen eine Diskurschance hinauf. 2012 waren es 109,3 Millionen Euro, 2013 dann 126 Millionen Euro, 2014 schon 172,0 Millionen Euro und 2015 schließlich 227,3 Millionen Euro. Dieser Trend hat sich 2016 fortgesetzt. Laut den kürzlich vorgestellten vorläufigen Zahlen waren es 307,4 Millionen Euro.

Dabei kann der Zufluss an Barmitteln mit der Entwicklung des Rohgewinns nicht mithalten. In 15 der 19 letzten ausgewiesenen Quartale blieb der operative Cashflow hinter dem Ebitda zurück - obwohl Acquirer normalerweise im Cash schwimmen, weil das Geld in den Tunnel ja immer erst hineinfließt, bevor es irgendwann wieder hinausfließt.

Hat Wirecard womöglich Probleme, seinen üppigen Forderungsbestand in Cash zu verwandeln?

Das Unternehmen weist dies klar zurück. Es sei der Normalfall, dass der operative Cashflow geringer ist als das Ebitda, weil dieses cashrelevante Komponenten (wie etwa Steuern) nicht berücksichtige.

Das erratische Auf und Ab, das der operative Cashflow im Gegensatz zum Ebitda seit Jahren hinlegt, begründet Wirecard mit den "Weihnachtsgeschäftsumsätzen" und einer "verzögerten feiertagsbedingten Auszahlung". Das heißt: Die Kreditkartenfirmen überweisen schon im vierten Quartal, Wirecard leitet das Geld jedoch erst im ersten Quartal an die Händler weiter. Doch was ist mit den Schwankungen im zweiten und dritten Quartal? Hier hält Wirecard die "Aussage starker Schwankungen" für "analytisch nicht nachvollziehbar".

In jedem Fall fällt auf, welch überragende Bedeutung das vierte Quartal im Geschäftsleben von Wirecard einnimmt. Kurz vor Jahresfrist strömt stets Geld in die Konzernbilanz hinein - und zu großen Teilen auch wieder hinaus. Die sechs Akquisitionen von Wirecard in Asien (zwischen 2011 und 2015) wurden alle im vierten Quartal bezahlt oder wenigstens angezahlt. Schon sonderbar, dass der Cashflow praktisch keinerlei Verbindung zum Ebitda aufweist, dafür aber eng korreliert ist mit Zukäufen in einem Teil der Erde.

Wirecard sagt, bei der Bezugnahme lediglich auf die sechs Übernahmen in Asien handle es sich um eine "willkürliche Auswahl", die "sachlich nicht begründet" sei. Tatsächlich habe es seit Ende 2011 weltweit 15 Übernahmen gegeben. Bei sechs sei das Closing im vierten Quartal erfolgt, bei neun in anderen Quartalen.

Von 15 Übernahmen die sechs asiatischen herauszufiltern - ist das "Willkür"? Darauf hinzuweisen, dass 75 Prozent des gesamten Überschusses in zwei Töchtern anfallen, die eine Blackbox in der Blackbox sind - ist das "irreführend"? Die Investoren, darunter viele Kleinanleger, darauf hinzuweisen, dass es sich bei drei Vierteln der "Acquiring-Forderungen" gar nicht um "Acquiring-Forderungen" im eigentlichen Sinne handelt - ist das hinfällig?

Die Warnung der Finanzanalysten

Unternehmen wie Wirecard, die stramm in Richtung Dax marschieren, also in einer Liga mit Siemens, Bayer und SAP spielen wollen, versuchen normalerweise, in ihrer Bilanzierung jeglichen Raum für Fehlinterpretationen zu schließen. Wirecards Umgang mit dem eigenen Zahlenwerk macht inzwischen auch renommierte Investmentbanken unruhig: So hob Credit Suisse Anfang Januar das Kursziel für Wirecard zwar an - betonte aber ausdrücklich, bei dem TecDax-Krösus handle es sich um eine "schwierige Story, mit unübersichtlichen Berichten und zahlreichen Zukäufen, die es zu verdauen gilt". Deutlich weiter ging jüngst Morgan Stanley - also Wirecards vermeintlicher Kronzeuge, was die Acquiring-Forderungen betrifft. Das Wall-Street-Haus stufte das Kursziel von 55 Euro auf 45 Euro herunter, weil "die Qualität des Wachstums Anlass zur Sorge" gebe.

Morgan Stanley hatte sich zuvor eingehender mit der größten der sechs asiatischen Akquisitionen beschäftigt, der indischen Unternehmensgruppe GI Retail. Diese hatte Wirecard für bis zu 340 Millionen Euro übernommen, was dem 49-fachen des Vorsteuergewinns von 2015 entsprach. GI Retail betreibt nach offiziellen Angaben in Indien rund 150.000 "Smart Shops" - kleine Läden, in denen lokale Agenten den Kunden verschiedene, aus westlicher Sicht eher rudimentäre Finanzdienstleistungen anbieten, darunter die Möglichkeit, Bargeld in elektronisches Cash zu verwandeln und das dann zu transferieren. Typischer Kunde ist ein Arbeiter auf Montage, der einen Teil seines Lohns an die Familie daheim schickt.

Um die Substanz des Zukaufs zu ergründen, schickte Morgan Stanley eine Art Detektivteam los, das sich 90 Arbeitsstunden lang auf die Suche nach den "Smart Shops" machen sollte. Die Fahnder entdeckten auf ihren stundenlangen Touren gerade mal einen einzigen dieser Shops - und sieben weitere nach vorheriger Internetrecherche.

Laut Morgan Stanley hat das lokale Wirecard-Management für das eher enttäuschende Ergebnis diverse Erklärungen. Viele Läden seien auf bestimmte Stadtviertel konzentriert - also offenbar Quartiere, in denen die Detektive nicht suchten. Zudem würden viele "Smart Shops" unter einer anderen Marke betrieben. In der Tat: Auch Morgan Stanley schränkt die Aussagekraft kraft der eigenen Ermittlungsarbeit ein Stück weit ein. Gespräche mit indischen Wettbewerbern hätten ergeben, dass GI Retail nach deren Einschätzung eine starke Präsenz im indischen Markt habe. Deshalb, so der Autor der Analystenstudie, falle das Rechercheergebnis unter dem Strich "gemischt" aus.

Eine ziemlich diplomatische Formulierung. Sie passt aber ganz gut zu Wirecard. Denn ein sehr gemischtes Gefühl ist genau das, was zurückbleibt, wenn man einmal in die Blackbox der vielgerühmten deutschen Tech-Perle vorgedrungen ist.

© manager magazin 2017

Alle Rechte vorbehalten

Vervielfältigung nur mit Genehmigung der manager magazin Verlagsgesellschaft mbH