

Credit Insight: Juni 2020 / MEM

The View behind the Rating: Der tiefe Fall von Wirecard

Offensichtliche Warnsignale wurden missachtet

Viele Fehler von Anleiheinvestoren können im aktuellen Umfeld mit der grosszügigen Unterstützung des Sicherheitsnetzes von Notenbanken und Regierungen überdeckt oder über die Zeit wieder gut gemacht werden. Nicht so bei Ausfällen, welche gerade im heutigen Tiefzinsumfeld sehr teuer zu stehen kommen. Umso wichtiger ist es, Bonitätsverschiebungen frühzeitig zu erkennen und sorgfältig die Spreu vom Weizen zu trennen. Der tiefe Fall des deutschen Zahlungsdienstleisters Wirecard zeigt einmal mehr, dass es für umsichtige Investoren nicht genügt, sich alleine auf die Einstufungen der Ratingagenturen oder die Verkaufsprospekte der Lead-Banken zu verlassen.

Auch reicht es nicht aus, sich einfach nur die wichtigsten Kreditkennzahlen anzusehen. So verfügte das Unternehmen Wirecard beim letzten testierten Jahresabschluss noch über eine Nettoliquiditäts-Position, welche auf den ersten Blick eine solide Bilanz suggeriert. Dass die für Unternehmen üblichen Kreditkennzahlen jedoch durch die Konsolidierung der Finanztochtergesellschaft Wirecard Bank AG stark verzerrt wurden, war nicht der einzige Faktor, welcher für eine vertiefte Prüfung «view behind the rating» hätte sprechen sollen:

- Wirecard ist in den letzten Jahren im Peervergleich überdurchschnittlich stark gewachsen, jedoch fast ausschliesslich in Asien
- Trotz hohem Wachstum hat Wirecard seine Organisationsstrukturen nur ungenügend angepasst. Besonders bei Zahlungsabwicklern kommt dem Risikomanagement jedoch eine hohe Bedeutung zu und ist eingehend zu prüfen
- 32% des Umsatzes liefen 2018 über einen umstrittenen Kooperationspartner in Dubai (Al Alam Solutions)
- Der Aufbau hoher immaterieller Vermögenswerte führte zu fehlender Werthaltigkeit der stark wachsenden Bilanz
- Die Veröffentlichung der Jahresabschlüsse wurde mehrfach verzögert
- Die Geschäftsberichte sind zu wenig detailliert, um Rückschlüsse auf einzelne Einheiten machen zu können (schwache Transparenz)
- Seit 2015 hat sich die Financial Times (FT) mehrmals negativ zu den Accounting-Praktiken von Wirecard geäussert, welche in der Folge zu einem Restatement der bereits veröffentlichten Geschäftsberichte geführt haben. Im Zentrum stand schon dazumal das umstrittene Drittpartnergeschäft
- Wirecard hat auf neue Vorwürfe und Ungereimtheiten kommunikativ jeweils unzureichend reagiert, was als Zeichen dafür gedeutet werden kann, dass es etwas zu verheimlichen gibt
- 2019 hat FT die Spekulation über Unstimmigkeiten in der Bilanz mit neuen Vorwürfen abermals angeheizt. Um dies zu entkräften, hat der Aufsichtsrat von Wirecard entschieden, dass eine unabhängige Sonderprüfung durch KPMG durchgeführt werden soll. Die Veröffentlichung des Sonderprüfungsberichtes musste jedoch mehrmals verschoben werden
- Im Ende April 2020 veröffentlichten Sonderprüfungsbericht von KPMG wurden zahlreiche Unstimmigkeiten aufgedeckt. Aufgrund der mangelnden Kooperationsbereitschaft von Wirecard und den Drittpartnern fehlten jedoch stichhaltige Beweise
- Durch Aktienrückkäufe zur Stützung des Aktienkurses wurde dem Unternehmen zuletzt noch einmal wichtige Liquidität entzogen

Es gab also schon frühzeitig zahlreiche Warnhinweise, dass bei Wirecard etwas mit der Bilanz nicht stimmt. Angesichts dieser Signale haben wir eine Investition bereits bei der Ersteinstufung 2019 als spekulativ angesehen und den Emittenten entsprechend mit einem Rating im tiefen Non-Investment Grade versehen.

Die Rolle der Ratingagenturen

Nachdem Moody's das Unternehmen 2019 mit einem Rating ausgestattet hat, welches gerade noch eine Stufe über dem Non-Investment Grade lag (Baa3), konnte sich Wirecard günstiges Fremdkapital am Kapitalmarkt beschaffen. Danach hat man sehr lange nichts Relevantes von Moody's gehört. Erst am 2.6.2020 hat die Ratingagentur das Rating ohne grossen Kommentar auf „on review for downgrade“ gesetzt. Dies zwei Wochen vor der geplanten Veröffentlichung des Jahresberichtes. Man stellt sich also die Frage, ob die Ratingagentur nicht bereits zu diesem Zeitpunkt im Besitz von wichtigen Informationen gewesen ist, aber eine Ratingänderung «ohne Argumente» jedoch nicht vornehmen konnte und zur Schonung der für die Ratingagentur wichtigen Ratingmigrationsstatistik deshalb der Mittelweg „on review for downgrade“ gewählt hat. Am 19.6.2020 hat Moody's Wirecard dann auf B3 (also um 6 Ratingstufen) deutlich ins Non-Investment Grade zurückgestuft, was den tiefen Fall von Wirecard besiegelte. Am 22.6.2020 wurde schliesslich das Rating zurückgezogen, womit sich die Ratingagentur offiziell nicht vorwerfen lassen muss, einen Ausfall nicht gesehen zu haben. Investoren dagegen werden im Regen stehen gelassen.

Aktuelle Situation

In den letzten Tagen wurde bekannt, dass EUR 1.9 Mia. an liquiden Mitteln bei Wirecard nicht mehr aufzufinden sind. Das Management sprach vorerst von Diebstahl. Wir sind jedoch der Meinung, dass die fehlenden Beträge im Zusammenhang mit den geschönten Umsätzen stehen, welche durch das Drittpartnergeschäft in den Jahren 2016-2019 generiert wurden (Bilanzbetrug). So hat der Vorstand kürzlich bestätigt, dass die ausgewiesenen Bankguthaben auf Treuhandkonten nicht existieren. In unserer

untenstehenden Cashflow-Berechnung haben wir die Umsatzzahlen entsprechend adjustiert. Gemäss diesen Berechnungen verfügt das Unternehmen damit aktuell über liquide Mittel von EUR 1.1 Mia. (nach Abzug der Kundeneinlagen). Damit werden die ausstehenden Kreditfazilitäten in der Höhe von EUR 1.75 Mia. nicht abgedeckt. Da bis anhin kein testierter Geschäftsbericht veröffentlicht wurde, haben die Banken aktuell die Möglichkeit die Kredite sofort fällig zu stellen. Das Geschäftsmodell von Wirecard ist jedoch auf hohe liquide Mittel angewiesen (Cash ist faktisch Working Capital). Ohne diese Liquidität droht dem Unternehmen der Konkurs. Sollten die Banken also die Kreditfazilitäten fällig stellen, würde das einem Default von Wirecard gleichkommen. Am 8.5.2020 hat zudem die Bafin, welche die Aufsicht über die Wirecard Bank AG hat, (reichlich spät) Ermittlungen gegen Wirecard angekündigt.

Schätzung der freien Cashflows und der aktuellen Liquidität (adjustiert um die mutmasslich gefälschten Umsätze)

in EURm	2016	2017	2018	2019e	2020e
Net Revenue / Sales	760	1'100	1'450	1'800	1'440
	<i>Sales Growth (yoy)</i>				
		44.7%	31.8%	24.1%	-20.0%
EBITDA (adj.)	120	200	300	360	216
	<i>EBITDA Margin</i>				
	15.8%	18.2%	20.7%	20.0%	15.0%
Cash from Operations (CFO)	20	170	200	144	65
	<i>Cash Conversion</i>				
	16.7%	85.0%	66.7%	40.0%	30.0%
Capital Expenditures (CAPEX)	-22	-15	-24	-30	-50
Free Cash Flow before Dividend	-2	155	177	114	15
Dividends	-17	-20	-22	-24	0
Free Cash Flow after Dividend	-19	135	154	90	15
Acquisitions / Disposals	-70	-247	-9	-30	0
Increase / Decrease in Capital Stock	0	0	0	-40	-80
Other	99	283	112	1'300	-300
Net Change in Cash	10	171	257	1'320	-365
Cash-Bestand (ohne Kundeneinlagen)	704	705	812	1'932	1'367
Bruttoverschuldung	614	1'066	1'466	2'866	3'816

Annahmen:

- Fingierte Umsätze über EUR 1.9 Mia. in den Jahren 2015-2019; Adjustierung durch I-CV
- Aktienrückkäufe in den Jahren 2019/2020 in der Höhe von EUR 120 Mio.
- 2020e: Negatives Umsatzwachstum (Kündigungen durch Vertragspartner); hohe Belastungen durch Rechtskosten; Abfluss von Kundeneinlagen

Fazit

Der Fall von Wirecard hat einmal mehr gezeigt, dass eine vertiefte Kreditanalyse einen grossen Mehrwert bringt. Selbst wenn sich nun die Banken aus Eigennutz sehr grosszügig zeigen sollten (man will sofortige Abschreibungen und Verluste vermeiden) und die Kreditfazilitäten nicht fällig stellen, wiegt der Vertrauensverlust schwer. Nicht nur das Vertrauen der Investoren sondern auch der Kunden wurde missbraucht. Es ist damit zu rechnen, dass noch weitere Unstimmigkeiten ans Licht kommen und Rechtsklagen gegen das Unternehmen und das ehemalige Management eingereicht werden. Vor diesem Hintergrund gehen wir nicht davon aus, dass das Unternehmen ein attraktives Übernahmziel darstellen wird, sondern höchstens Teile davon (welche auch in einem Konkursfall herausgelöst werden könnten). Entsprechend ist ein Default ohne die Hilfe der Banken kaum mehr abzuwenden. Aufgrund der fehlenden Werthaltigkeit der Bilanz (hohe immaterielle Vermögenswerte) und der ungenügenden Liquidität muss mit einer Verwertungsquote nahe Null gerechnet werden. Neben den Kreditfazilitäten hat Wirecard noch eine Senior Unsecured Anleihe über EUR 500 Mio. und eine strukturelle nachrangige Wandelanleihe (aus einem für die Investoren unvorteilhaften Deal mit Soft-Bank entstanden) über EUR 900 Mio. ausstehend.

I-CV: Ratinghistory Wirecard

24.10.2019: Aufnahme in die Coverage; Einstufung mit BB; wir raten Kunden kein Engagement in Wirecard zu tätigen

28.4.2020: Rating zurückgezogen (sämtliche Kunden haben Positionen veräussert)

18.5.2020: Wiedereinstufung aufgrund neuer Kundenanfrage mit B+; „Das Unternehmen hat aus unserer Sicht die nötige Glaubwürdigkeit verspielt, um ein Investment zu rechtfertigen“

19.6.2020: Downgrade auf D

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.