



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2020 vom 10.07.2020

Lichtblicke und Wertentwicklungen am Aktienmarkt und was der Fall Wirecard mit unserem Vertrauen in die aufsichtsrechtlichen Institutionen des Kapitalmarktes macht

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Warum die schlimmsten Befürchtungen nicht wahr wurden
- Interessante Spielwiese für Stockpicker und Value Investoren
- Chancen im Zusammenhang mit der Pandemie
- Unser Umgang mit Wirecard und der Schaden für den Finanzplatz

1

Wo stehen wir nach einem turbulenten ersten Halbjahr

Das erste Halbjahr 2020 wird ohne Frage in die Geschichtsbücher eingehen, und zwar nicht nur die der Börse. Nachdem sich die Konjunktur zum Jahresbeginn gerade eben auf den Weg der Besserung begeben hatte, kam es zum Ausbruch der Corona-Pandemie. Zunächst außerhalb Asiens unterschätzt, wurde durch die Ausbreitung des Virus erst einmal alles auf den Kopf und in Frage gestellt. Nach dem Höhepunkt der Panik und dem Tiefpunkt der Konjunktur, die Ende des ersten/zu Beginn des zweiten Quartals erreicht wurden, hat die Menschheit einen Weg gefunden, mit der Pandemie umzugehen. Die Verfahren sind ähnlich, die Eindämmungserfolge unterscheiden sich dennoch, je nach Bereitschaft, den Empfehlungen der Virologen zu folgen. Allerdings sind die schlimmsten Befürchtungen nicht zur Realität geworden.

Wo stehen wir heute? Zum einen ist Panik nicht angebracht. Schlagzeilen von der tiefsten Rezession seit Menschengedenken treffen den Punkt nicht: Genau das war das Ziel der Politik, getragen von der eindeutigen Mehrheit der Gesellschaft, nämlich das Gemeinwesen zunächst einmal herunterzufahren. Da ist es zwingend, dass sich eine Rezession einstellt, ähnlich wie an einem jeden Wochenende, wenn nur noch wenige Aktivitäten laufen.

Mittlerweile hat das Wissen um das Virus in einem noch nie dagewesenen Tempo zugenommen. Es sind Verfahren entwickelt worden, die es erlauben, eine Vielzahl von Aktivitäten, wenn auch nicht alle, wieder aufzunehmen. Damit dürfte der Einbruch der Wirtschaft, der hinter uns liegt, zu einem guten Teil kompensiert werden. Was fehlt, um das Vorkrisenniveau wieder zu erlangen, sind alle

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Aktivitäten, die einen engen zwischenmenschlichen Kontakt mit sich bringen, in welcher Form auch immer. Damit wiederum fehlt ein Teil des volkswirtschaftlichen Angebots, damit auch wiederum der Nachfrage. Zusätzlich drückt dies auch auf die Konsumlaune, was alles in allem zu einer geschwächten wirtschaftlichen Aktivität führt.

Nicht das Ende der Welt

Wenn die volkswirtschaftlichen Erwartungen für das laufende Jahr für Deutschland etwa so eintreffen wie dies heute erwartet wird, also ein Rückgang von 7 % (was zugegebenermaßen eine deutliche Erholung im zweiten Halbjahr erfordern würde und mit einer deutlichen Ausweitung der Staatsschulden verbunden ist), würde das Land zurückfallen auf das Einkommensniveau von 2015. Wahrlich kein Drama. Allerdings ist der „Schaden“ im Vergleich zum Jahr 2019 extrem ungleich verteilt. Für die meisten Menschen ändert sich gar nichts, Gehälter fließen, Pensionen und Renten steigen, viele Arbeitnehmer haben sogar de facto mehr bezahlten Urlaub. Ein Großteil des Schadens wird von den Unternehmen getragen, vielen Selbstständigen sowie einem Teil der Arbeitnehmer. Sowie natürlich denjenigen, deren Lebensumstände sich erheblich geändert haben wie bspw. Eltern, was sich allerdings nicht im BIP niederschlägt. Das Jammern ist natürlich lauter als das stille Genießen der Nichtbetroffenen oder derjenigen, die von der Lage sogar profitieren können. Somit ist es wie so oft erforderlich, den Lärm und die Fakten zu trennen.

Ein Wort zur Staatsverschuldung: Die gigantische Zahl, die die deutsche Regierung in den Raum gestellt hat, besteht zu zwei Dritteln aus Kreditgarantien und ähnlichem, was nichts anderes bedeutet, als dass der Staat bereit ist, die Kreditrisiken zu übernehmen, das Geld aber nur verliehen wäre. Ökonomisch Ähnliches gilt auch für andere Teile des Programms, so dass die staatlichen Maßnahmen zwar immer noch in einer erheblichen

Größenordnung anfielen, aber nicht ansatzweise in den Dimensionen, die immer, auch im Vergleich zu anderen europäischen Staaten, herungereicht werden. Daneben ist zum Triumphgeheul der Freunde staatlicher Defizite zu sagen: Das ist nicht das Aufgeben der schwarzen Null, das ist vielmehr der Grund, warum man eine solche in wirtschaftlich guten Zeiten anstreben sollte. Spare in der Zeit, dann hast Du in der Not: Diese Aussage scheint zu komplex zu sein.

Unsicherheit treibt Preise für sichere Anlagen

Was den für uns relevanten Teil der Volkswirtschaft angeht: Am Aktienmarkt gehen die Effekte wie im wahren Leben ebenfalls meilenweit auseinander. Am stärksten leiden auch hier die Segmente, in deren Geschäftsmodell nicht vorgesehen ist, körperliche Nähe zu vermeiden oder wo dies sogar zum Konzept gehört. Gefolgt werden diese von den Industriebereichen, bei denen sich der Erwerb von Produkten aufschieben lassen kann und die somit einer zyklischen Nachfrage unterliegen. Am anderen Ende der Skala stehen natürlich die Unternehmen, die helfen, eine körperliche Nähe zu vermeiden. Und dazwischen eine Vielzahl von Unternehmen, die halbwegs gut mit der Situation zurecht kommen.

Die Finanzmärkte haben sich an das gegenwärtige Umfeld so angepasst, wie sie das in den letzten zehn Jahren immer gemacht haben: Safety first, und Sicherheit kennt keinen Preis. Neben Festverzinslichen (wenn man da noch von Zinsen reden will, oft gibt es ja gar nichts mehr) waren die Aktien von Unternehmen gefragt, deren Geschäft von der Pandemie wenig betroffen ist, und natürlich die Profiteure der Situation. Die Bewertungen der stabilen Unternehmen haben in diesem Zug neue Höchststände erreicht, was sich auch auf die Indizes ausgewirkt hat, die somit einen Großteil der Verluste der Baisse wieder ausgleichen konnten.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Das führt natürlich zur Frage, wie es denn sein kann, dass die Indizes mitten im gegenwärtigen Chaos nahe der Rekordstände handeln. Diese Betrachtungsweise verursacht erneute Unsicherheit und treibt somit die Nachfrage nach sicheren Investments offensichtlich zusätzlich – sicher aber nur, wenn man von der Bewertung absieht. Aber auch das lässt sich begründen: Legt man die sehr tiefen Gewinnerwartungen für das laufende Jahr für die eher normalen Unternehmen bei der Bewertung zugrunde, erscheinen superstabile und qualitativ hochwertige Unternehmen im Vergleich gar nicht mehr teuer. Da das zweite Quartal, für das die Berichterstattung demnächst anläuft, für viele Unternehmen ein Desaster war, wird es auch in den nächsten Wochen genug Gründe geben, vorerst ein Investment außerhalb der Spitzenklasse zu vermeiden. Man sollte dabei allerdings bedenken, dass die Erholung der Konjunktur offensichtlich bereits läuft, der Blick auf die laufenden Ergebnisse ein Blick in den Rückspiegel ist. Somit dürfte sich in unserer Erwartung in den kommenden Monaten der Spieß wieder umdrehen.

Mittlerweile haben sich auch die Durchschnittsaktien stabilisiert. Mit einer Perspektive, die über die nächsten Monate hinausgeht und die eine auch nur halbwegs erfolgreiche Erholung unterstellt, handeln viele der „normalen“ Unternehmen auf extrem tiefen Bewertungen. Serienweise mehr oder weniger deutliche Abschlüsse zum bereits um immaterielle Güter bereinigten Buchwert auch bei Gesellschaften, die vor der Krise eine solide Profitabilität erreichten, stellen eine Chance dar, die nur alle Jahre einmal entsteht. Dabei muss man sich noch nicht einmal in die Bereiche der Unternehmen vorwagen, die unter der Rezession schwer leiden und einen auch im besten Fall erheblichen Substanzverlust erleiden dürften. Aus unserer Sicht ist es ausreichend, wenn Unternehmen die gegenwärtige Situation ohne Verluste überstehen, um auf Dauer ein sehr attraktives Investment darzustellen.

Wie sind wir aufgestellt? Abgesehen von Spezialsituationen sind die Portfolios ausgerichtet auf die „normalen“ Unternehmen, gefolgt von den Unternehmen, die unter der Pandemie unterdurchschnittlich leiden, die aber aus unterschiedlichen Gründen nicht auf dem Niveau ihrer Qualität bewertet sind. Spezialsituationen mit Unternehmen, bei denen der Worst Case eingepreist, aber aus unserer Sicht nicht das wahrscheinlichste Ergebnis sein wird, sowie Unternehmen mit einem sehr starken Wachstum, teilweise als Krisengewinner, sind ähnlich gewichtet. Wir sind weiterhin nicht positioniert bei Unternehmen, die eine extrem hohe Krisenresistenz und eine darauf beruhende Extrembewertung aufweisen, die dank der Performance der letzten Jahre mittlerweile einen relevanten Teil der Marktkapitalisierung ausmachen. Wir halten dieses Segment bei einer Normalisierung der Rahmenbedingungen, die sich bspw. ganz einfach mit der wahrscheinlichen Möglichkeit einer Impfung in den nächsten ein bis zwei Jahren einstellen sollte, aus Bewertungssicht für sehr gefährdet.

Freud und Leid liegen nah beieinander

Neben den Nachteilen der Pandemie, die in allen Medien umfassend diskutiert werden, sollen hier auch einmal die Chancen benannt werden.

Zum einen dürfte die Personalknappheit, unter der viele Unternehmen in den letzten zwei Jahren gelitten haben, sich deutlich reduziert haben. Weiterhin war es im Zuge der Hochkonjunktur für viele Unternehmen praktisch unmöglich, ineffiziente Strukturen zu verbessern. Manches wuchs ins Kraut, manches wurde obsolet, aber trotzdem beibehalten, manches wurde mitgeschleppt, auch wenn es keine Perspektive hatte. Der Öffentlichkeit waren Effizienzsteigerungsmaßnahmen kaum zu vermitteln. Das hat sich nun verändert. Das muss nun nicht in Massenentlassungen enden, es reicht aus, wenn die Effizienz eines Unternehmens nur um

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



wenige Prozente ansteigt, um einen erheblichen Effekt auf die Ergebnisse zu haben (die ja gerade in den letzten Jahren unter der hohen Auslastung gelitten haben).

Der größte Vorteil aber dürfte der Durchbruch für die Digitalisierung sein. Um das einmal am deutschen Schulwesen klarzumachen: Jahrelang wurde darüber diskutiert, Ausschüsse gebildet, Projekte gestartet, Bildungsplattformen ins Leben gerufen, Millionen versenkt, und nichts ist passiert. Und nun, innerhalb von ein paar Wochen, wurden in diversen Schulen Google Classroom oder Microsoft Teams eingeführt, einfach so, ohne nationale Offensive, ohne den Widerstand der Dauerbremsler aus Teilen der Beamtenschaft oder Gewerkschaften, die wahrscheinlich bei einer solchen Perspektive vor ein paar Monaten noch mit Dauerstreiks reagiert hätten. Auch wenn das deutsche Bildungswesen eine eigene Dimension darstellen dürfte: Bei den Unternehmen ist es ja nicht ganz anders. Hier passiert ebenfalls in wenigen Wochen, was sonst Jahre gedauert hätte. Die Ertragspotentiale hieraus wird man in den nächsten Jahren sehen.

In Summe sind die Volkswirtschaften einem Stresstest ausgesetzt worden, der abgesehen von einem Krieg nahe ans Maximum gekommen sein dürfte. Es hat einige Wochen gedauert, um genug Informationen zu haben, um sich auf die neue Situation einzustellen. Die Anpassung hat begonnen, die Überbrückungsmaßnahmen bis hin zu einer Normalisierung sind teuer, aber darstellbar. Was die Zweiteilung des Marktes angeht: Der Markt scheint die Möglichkeit einer Impfung deutlich geringer zu preisen als dies von allen damit Beschäftigten gesehen wird, sonst wären die Diskrepanzen bei einer mittelfristigen Perspektive nicht so groß. Vielleicht hat dies aber auch im Wesentlichen damit etwas zu tun, dass diese Sicht über die üblichen sechs Monate hinaus in die Zukunft reicht. Wie gesagt: Je nach Anlagehorizont hat man nun die Gelegenheit, eine besondere Chance wahrzunehmen.

Aus gegebenem Anlass noch ein paar Worte zu Wirecard

In den von uns betreuten Fonds und Mandaten waren wir nur über einen kurzen Zeitraum und nicht in allen Produkten in Wirecard investiert. Nachdem wir den Aufstieg des Unternehmens jahrelang aufgrund der permanenten Diskussionen um die Gesellschaft nicht investiert verfolgt hatten, gab uns die immer größer werdende Liste erstklassiger Kunden, die mit Wirecard zusammenarbeiteten und die zwangsweise eine Validierung des Unternehmens durchgeführt haben mussten, den Eindruck eines funktionierenden, wettbewerbsfähigen Angebots sowie einer ausreichenden Sicherheit der Bonität. Entscheidend aber waren zwei Aspekte: Die Testate des Wirtschaftsprüfers Ernst & Young sowie die Aufsicht durch die BaFin. Wettbewerbsfähiges Produkt heißt ja noch lange nicht, dass man damit Geld verdienen muss. Ob dies der Fall ist: Das sollte man dann der Erfolgsrechnung und der Bilanz entnehmen können, die von dafür bestellten und bezahlten Spezialisten überprüft werden. Ob dies mit rechten Dingen vor sich ging: Das wird von der Aufsicht überprüft, die in allen Varianten tätig werden kann. Weiterhin haben im Fall von Wirecard die Organe der Gesellschaft, inklusive des erst kürzlich angetretenen Aufsichtsratsvorsitzenden, eine Sonderprüfung durch KPMG initiiert. Der Verlauf der Sonderprüfung wurde durch die Organe dahingehend kommentiert, dass offensichtlich nichts entdeckt wurde, was gegen die üblichen Vorschriften verstoßen hätte, insofern alles auf einem guten Weg sei. Dies geschah alles ohne Widerspruch seitens des Sonderprüfers.

Wirecard ist seit mehr als zehn Jahren immer wieder das Ziel von Attacken gewesen. Insofern lag der Schluss nahe, dass dies das am besten geprüfte deutsche Unternehmen sei, das sich aber aufgrund des sehr virtuellen Geschäftsmodells gut für externe Attacken eignete. Die erhobenen Vorwürfe wurden

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



stets unwiderlegbar bestritten, die Prüfer und Überwacher des Unternehmens schlugen sich stets auf die Seite der Gesellschaft. Die Motive von Hedge Funds sind nicht in jedem Falle dem Gemeinwohl verpflichtet, insofern musste man sich nicht zwingend ihre jeweiligen Sichtweisen zu eigen machen.

Kurz und gut: Nach dem Motto „In doubt stay out“ waren wir jahrelang auf den Zuschauerrängen und gingen unser Investment im Wesentlichen erst nach dem deutlichen Kursverfall und insbesondere nach dem Start der Sonderprüfung ein, nachdem das vorgeblich vorhandene Geschäft aus unserer Sicht trotz aller Unsicherheiten deutlich zu niedrig bewertet wurde. Zuletzt war die Tatsache, dass eine Prüfung initiiert wurde, aus unserer Sicht ein vertrauenerweckendes Signal, dass die Vorwürfe haltlos waren. Im Nachhinein war es so vertrauenerweckend wie die damalige Abgabe einer Haarprobe durch Christoph Daum. Zu Börsenbeginn des 28. Aprils, dem Tag der Veröffentlichung des KPMG-Berichts, in dem KPMG mitteilte, keine ausreichende Evidenz für das Vorhandensein der ausgewiesenen Konzernliquidität zu haben, stellten wir die Position vor Xetra-Eröffnung glatt. Fehlende Evidenz ist eigentlich unvorstellbar, da jede Prüfung mit der Bestätigung der Liquidität durch die Banken beginnen sollte. Diese Bestätigung wurde aber offensichtlich in den letzten Jahren nicht eingefordert. Dies war ebenfalls ein Signal, nämlich, dass in den letzten Jahren genau das Gegenteil von dem passiert ist, was man hätte erwarten können: Dass bei einem Unternehmen, das so scharf kritisiert wurde, besonders genau hingeschaut wurde. Unsere Reaktion als aktiver Fondsmanager führte dazu, dass wir für unsere Investoren über alle Mandate gerechnet die Wirecard-Position sogar mit leichten Gewinnen glattstellen konnten. Letzten Endes hatte das Unternehmen Wirecard auch für die fehlenden Bankbelege eine Begründung und konnte den Moment der ultimativen Wahrheit noch bis Mitte Juni hinauszögern.

Warum das Grundvertrauen in den Kapitalmarkt auf dem Spiel steht

Es soll hier aber nicht um Wirecard gehen: Hier gab es kriminelles Handeln, den Rest wird die Legislative erledigen. Was relevant ist für uns als Investoren, aber auch für den Kapitalmarkt als Ganzes: Es gibt Institutionen, die geschaffen wurden, um Betrug zu reduzieren, im besten Fall zu verhindern. Das sind in erster Linie die Wirtschaftsprüfer und bei den Finanzdienstleistern die BaFin. Beide haben hier so eklatant versagt, dass dies nicht ohne Konsequenzen bleiben kann, ohne dass sich der Finanzplatz Deutschland zu einem Bananenstandort erklärt. Es geht nicht darum, Betrug in jedem Fall zu verhindern. Es geht darum, Fälle, die bereits seit Jahren in der Öffentlichkeit diskutiert werden und bei denen es Anhaltspunkte für eine genauere Prüfung gibt, auch genauer unter die Lupe zu nehmen. Und wenn eine Prüfung so einfach ist, dass allein eine Bankbestätigung bzw. deren Fehlen einen Hinweis auf ein größeres Desaster geben würde: Dann kann dies nur eine grobe Fahrlässigkeit, wenn nichts Schlimmeres, seitens derjenigen sein, auf deren Arbeit alle Kapitalmarktteilnehmer vertrauen müssen. Wenn man Analysten oder Fondsmanagern Vorwürfe machen will, sollte man bedenken, dass testierte Jahresabschlüsse von überwachten Unternehmen einer der Rohstoffe für den Kapitalmarkt sind. Ein Taxifahrer muss davon ausgehen können, dass der Motor seines Wagens nicht explodiert, ein Pilot, dass das Flugzeug funktioniert, jeder Konsument, dass eingekaufte Lebensmittel nicht verdorben sind, sonst hätte die Aufsicht versagt. Diese Institutionen haben Rechte, die Dritte nicht haben, und diese Rechte müssen genutzt werden, um Probleme zu erkennen. Dafür wurden sie geschaffen. Für Investoren ist es selten möglich, testierte Geschäftsberichte als Fiktion zu erkennen. Wenn man dann Kontrolleuren nicht mehr trauen kann, ist das Grundvertrauen am und in den Kapitalmarkt gefährdet.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Es kann nicht sein, dass diese Fehlleistungen derjenigen, die praktisch als Treuhänder beauftragt sind, die Integrität des Kapitalmarktes angreifen und alle anderen, die auf ihre Arbeit vertrauen und ganz am Rande bemerkt auch dafür bezahlen, bestenfalls als Ignoranten, schlimmstenfalls als Gauner und Zocker dastehen lassen. Wir warten gespannt auf die weitere Entwicklung, haben aber die Befürchtung, dass die Reaktion durch die BaFin so aussieht wie in der Vergangenheit: Noch mehr Vorschriften, noch mehr Zettel und Dokumente, und immer noch keinen Blick für das wesentliche. Wir warten gespannt auf den Tag, an dem die Kontrolleure ein Desaster entdecken, bevor alle anderen bereits darüber

sprechen. Und bei Wirtschaftsprüfern sind wir gespannt, wie sich diese aus der Situation herauswinden wollen. Wenn diese unterirdische Leistung keine Konsequenzen hätte: Dann kann man sich Wirtschaftsprüfer gleich sparen.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.