



„Ich habe sämtliche Vorwürfe gegen Wirecard im Detail analysiert.“

Heike Pauls vor dem Wirecard Untersuchungsausschuss

18.3.2021

In der Nacht vom 18. auf den 19. März 2021 sagte Heike Pauls vor dem Wirecard Untersuchungsausschuss aus. Ich selbst war nicht anwesend. Der folgende Text basiert auf ausführlichen Notizen einer anwesenden Person. Es ist keine genaue Wiedergabe der wörtlichen Rede. Viele irrelevante Aussagen fehlen in den Notizen, manches habe ich selbst weggelassen. Die Notizen und mein Text dazu wurden nach besten Wissen angefertigt. Fehler können nicht ausgeschlossen werden.

Frau Pauls macht in ihren einleitenden Ausführungen einige persönliche Anmerkungen, kritisiert die „Skandalisierung“ ihrer Tätigkeit und fährt fort:

Der Presse fehlt das Verständnis für Aufgaben und Arbeitsinhalte einer Aktienanalytistin für institutionelle Investoren, so genanntes „Sell-Side Research“, was mit Privatkunden nichts zu tun hat. Meine Arbeit gliedert sich in drei Bereiche: fundamentale Analyse eines Unternehmens, Interaktion mit institutionellen Investoren und der intensive Dialog mit den analysierten Unternehmen.

Die Grundlage meiner Arbeit ist die Erstellung eines Finanzmodells auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen, Ausgangspunkt sind die vom Wirtschaftsprüfer testierten Geschäftszahlen. Darauf aufbauend werden Prognosen für die Zukunft erstellt unter Berücksichtigung des Marktumfeldes. Auf Basis gängiger Bewertungsmethoden werden Kursziele hergeleitet. Es erfolgt eine regelmäßige Modellpflege anhand der vom Unternehmen veröffentlichten Quartalszahlen und Unternehmensnachrichten und Veränderungen im Marktumfeld.

Analysten müssen sich auf die testierten Jahresabschlüsse und Quartalsberichte uneingeschränkt verlassen können, sie sind Grundpfeiler der Prognose. Ist diese Basis des Finanzmodells falsch, sind zwangsläufig auch das Bewertungsmodell, Anlageempfehlung und Kursziel falsch.

Auch öffentliche Sekundärquellen wie Informationen von Wettbewerbern, Zeitungs- und Internetberichte fließen in die Analyse mit ein. Hier unterliegt die Sell-Side Analyse aber strenger Regulierung. Marktgerüchte ohne stichhaltige Belege oder aus unbekanntem Quellen dürfen nicht ohne Weiteres als Fakt übernommen werden. Insbesondere dann, wenn diese Marktgerüchte im Widerspruch zu testierten Jahresabschlüssen des Unternehmens stehen. Ansonsten könnten sich für die Analysten hieraus erhebliche juristische und regulatorische Konsequenzen ergeben.

Zweite Aufgabe ist die Interaktion mit institutionellen Investoren. Einzelmeinungen von Analysten sind für institutionelle Investoren einer von vielen Bausteinen ihrer Investitionsentscheidung. Im Austausch mit Analysten werden von institutionellen Investoren in der Regel zahlreiche Meinungen gehört. Ausschlaggebend ist hier weniger die Empfehlung an sich, als das Detailwissen der Analysten zum Unternehmen, Marktumfeld und Wettbewerbern sowie der Zugang zum Management. Analysten sind Sparringspartner für den Investor und kein Tippgeber. Die Analysten wiederum erhalten aus den Gesprächen mit Investoren einen tiefen Einblick an welchen Unternehmensaspekten die Investoren Interesse haben und welche Faktoren einem Investment entgegenstehen.

Dritte wesentliche Aufgabe ist die Interaktion mit dem Unternehmen. Analysten pflegen regelmäßigen Kontakt zu Entscheidungsträgern der Kapitalmarktkommunikation. Der Austausch dient der Aufarbeitung und Validierung von Geschäftszahlen, Marktinformationen und Unternehmensnachrichten. Die Investor Relations-Abteilung ist die erste Anlaufstelle. Es finden auch regelmäßig Telefonkonferenzen mit dem Management statt. Der Analyst nimmt letztlich die Rolle einer Schnittstelle zwischen Investoren und dem Unternehmen ein. Investoren richten im Tagesgeschäft regelmäßig Anfragen an die Analysten zur Informationsbeschaffung. Der Analyst wiederum erhält Feedback vom Unternehmen, das er an die Investoren kommuniziert. Wichtig ist hier die Unabhängigkeit des Analysten. Er gibt dem Unternehmen Ratschläge und Hinweise, wird aber dafür selbstverständlich nicht kompensiert. Entsprechend liegt hier keinerlei Interessenkonflikt vor.

Aus diesen Ausführungen folgend ist die im SPIEGEL Artikel angegriffene Weiterleitung der E-Mail von Greenvale Capital an Wirecard ein normaler Vorgang im Rahmen meiner Tätigkeit als Analystin. Ich wurde im Dezember 2016 von dem mir unbekanntem Marktteilnehmer kontaktiert und um ein Gespräch gebeten. Das Gespräch verlief höchst unüblich. Normalerweise haben Analysten in Investoren-Meetings den überwiegenden Rede-Anteil und beantworten Fragen im Detail. In diesem Fall jedoch zielte das Gespräch sehr eindeutig darauf ab, dass der Hedgefonds, der offensichtlich Interesse an niedrigen Aktienkursen hatte, mich negativ beeinflussen wollte. Die geäußerten Behauptungen und Vorwürfe waren selbst nach heutigem Kenntnisstand zu einem großen Teil sachlich falsch. Das legte nahe, dass der Investor Gerüchte in Umlauf bringen und Anleger und Analysten verunsichern wollte, um den Aktienkurs unter Druck zu setzen.

Unternehmen haben die Pflicht, auf Marktgerüchte angemessen zu reagieren. Man muss hier auch den zeitlichen Kontext berücksichtigen: Wirecard war einige Monate zuvor Ziel einer Shortattacke und inzwischen ermittelte die Staatsanwaltschaft und vor diesem Hintergrund ist mein Austausch mit Wirecard zu sehen. Aufgrund meiner Funktion als Intermediärin sah ich mich in der Pflicht, das Unternehmen über Marktgerüchte zu informieren, damit es pflichtgemäß darauf reagieren kann. Mit Greenvale Capital wurde keine Vertraulichkeit vereinbart und das ist in der Praxis auch nicht üblich.

Meine viel zitierte „Fake News“ Research Note war definitiv unglücklich und ein Schnellschuss. Auf Basis eines vorläufigen Audit-Berichts der Kanzlei Raja & Tann berichtete Dan McCrum von umfangreichen Betrugsvorwürfen in Singapur. Nach Aussagen von Wirecard hatte ein interner Audit die Vorwürfe aber bereits widerlegt und der aktuelle Stand des externen Audits sei ebenfalls entlastend.

Meinen ersten Eindruck einer unfairen Darstellung durch die Financial Times brachte ich in der unter hohem Zeitdruck verfassten Research Note zum Ausdruck. Diese enthielt leider unangemessene Formulierungen. Unglücklicherweise haben an diesem Tag auch die drei Kontrollinstanzen der Bank nicht gegriffen. Research-Berichte werden von einem Zweit-Leser, einem Supervisor und zuletzt von der Compliance vor Veröffentlichung geprüft. Keine der drei Instanzen hatte Einwände.

Die Bank erhielt dann ein Schreiben von der FT und in enger Abstimmung mit meinen Vorgesetzten und der Rechtsabteilung haben wir umgehend die Research Note zurückgezogen und uns bei der FT entschuldigt. Ich habe höchsten Respekt für Dan McCrum und seinen wesentlichen Beitrag, den er zur Betrugsaufdeckung geleistet hat.

Trotz der negativen Presseberichte hielt ich an meiner Kaufempfehlung fest. Die Annahme, Wirecard sei das Ziel von Short-Attacken war für mich aus mehreren Gründen hochplausibel. Bei Wirecard gab es bereits mehrere Short-Attacken. So wurde ein Vertreter der SdK zu einer Haftstrafe verurteilt.

Was Heike Pauls nicht erwähnt: Die Herren Bosler und Straub von der SdK wurden nicht wegen Shortselling der Wirecard Aktie verurteilt. Im Urteil gegen Herrn Bosler wurde festgehalten, dass sich seine gegen Wirecard erhobenen Vorwürfe nicht als unwahr erwiesen haben. Zur Aufklärung der Vorwürfe gab Wirecard ein Gutachten bei EY in Auftrag. Es wurde nie veröffentlicht.

Die Betrugsvorwürfe korrelierten zeitlich mit einem neuen Phänomen am deutschen Kapitalmarkt: Eigene Research-Berichte aktivistischer Shortseller, die mit gravierenden Vorwürfen Unternehmen angriffen. Prominente Beispiele waren Pro Sieben und Ströer. Eine empirische Untersuchung der University of Texas stellte fest, dass sich im Nachhinein nur 30% der Bilanzbetrug-Vorwürfe, die von aktivistischen Shortsellern ausgehen, als korrekt herausstellen.

Heike Pauls benennt hier eine Studie, die sie zur Validierung ihrer damaligen Annahme, Wirecard sei Ziel von Short-Attacken, nicht heranziehen konnte, da sie noch gar nicht erschienen war. Sie unterschlägt die wichtige Aussage im Abstract der Studie, dass im Vergleich zu anderen Indikatoren aktivistische Shortseller der stärkste Indikator dafür sind, dass das angegriffene Unternehmen tatsächlich Bilanzbetrug begangen hat.

Daher wurden die Anschuldigungen im Bezug auf Wirecard am Kapitalmarkt und auch von mir mit großer Skepsis betrachtet. Entscheidend waren aber die uneingeschränkten Testate der Jahresabschlüsse, der entlastende externe Audit durch Rajah & Tann, das Leerverkaufsverbot der BaFin sowie Ermittlungen der Staatsanwaltschaft in Richtung Shortseller und Medien.

Das uneingeschränkte Testat war für mich der Beweis, dass die erhobenen Betrugsvorwürfe nicht stimmen können und damit die Quellen zweifelhaft waren. Es war für mich undenkbar und ist für mich unerklärlich, dass die erheblichen Guthaben der Treuhandkonten von den Wirtschaftsprüfern nicht wasserdicht überprüft wurden.

Die uneingeschränkten Testate haben zu einer Scheinsicherheit geführt, die allen Marktteilnehmern, die auf funktionierende Instanzen vertraut haben, erheblich geschadet hat. Ich nehme hier, entgegen der Darstellung in der Presse, keine Sonderrolle ein. Kein einziger institutioneller Investor hat mich für meine Arbeit verurteilt, als der Betrug dann aufflog. Sie haben verstanden, dass die Kombination aus fehlerhaften Testaten und weitreichendem Systemversagen zwangsläufig zu falschen Schlussfolgerungen führte.

Ich habe nie mit Wirecard gemeinsame Sache gemacht oder vom Unternehmen profitiert. Anderweitige Vorwürfe sind falsch. Mir wurde von der Commerzbank ohne Angabe von Gründen fristlos gekündigt. Im Gütetermin sagte der Rechtsanwalt der Commerzbank, Auslöser sei der SPIEGEL Artikel. Ich hatte nie Gelegenheit, den Sachverhalt aufzuklären.

* * *

Matthias Hauer: Sie standen ja in einem regen Austausch mit den Herren Knoop, Ley und Frau Stöckl. Wenn man ihre E-Mails so liest, kann man den Eindruck gewinnen, sie seien Mitarbeiterin von Wirecard und nicht der Commerzbank gewesen. Sehen Sie Ihr Verhältnis zu diesen Personen als problematisch an?

P: Nein. Das ist Bestandteil der Arbeit eines Analysten. Gerade in Krisenzeiten kamen von vielen Investoren Anfragen, die mich gebeten haben, Verbesserungsvorschläge ans Unternehmen heranzutragen. Wirecard hatte eine extrem schwache Kapitalmarktkommunikation.

H: Es war auch ihre Aufgabe, das Unternehmen vor negativer Berichterstattung zu warnen?

P: Nein, das habe ich so nicht gesagt. Es ist aber Pflicht des Analysten, über Marktgerüchte zu informieren, damit das Unternehmen darauf reagieren kann. Ich habe dem Unternehmen auch negative Dinge, wie die schlechte Kapitalmarktkommunikation und Intransparenz mitgeteilt.

H: Sie gehen davon aus, dass sie die notwendige Neutralität gegenüber Wirecard haben walten lassen?

P: Ja.

H: Das ist schwer nachzuvollziehen.

H: Sie haben an Herrn Ley am 1.4.2019 eine E-Mail geschrieben:

„... eigentlich wollte ich es vermeiden, Sie während der aktuellen Turbulenzen anzusprechen, weil es nicht mehr ihr Job ist, sich mit Hedgefonds rumzuschlagen und ich mich auch mal melden wollte, ohne was zu wollen...“

Das klingt sehr vertraut. Wann sind Sie zu der Auffassung gelangt, dass ihre „Fake News“ Research Note unangemessene Formulierungen enthielt?

P: Das war noch im Laufe des Tages.

H: Wirecard war ja nahezu begeistert von ihrer Einschätzung. Wenn ich die Antwort von Herrn Ley vom 1.4.2019 an Sie lese, da steht:

„... schön von Ihnen zu hören, ihre Fake Botschaft vor einigen Wochen ist ja schon legendär...“

Und Sie haben dann darauf geantwortet:

„...jaja der Fake hat mich einige Zeit lang lahmgelegt, hier meinen ja noch alle die FT sei eine ehrwürdige Institution, also das nächste Mal etwas mehr Diplomatie meinerseits...“

Das klingt für mich nicht nach Reue.

P: Die Zweifel an den Quellen der FT haben für mich eher noch zugenommen. Es gab z.B. eine Berichterstattung zu Pro Sieben, die auch sehr negativ vom Markt aufgenommen wurde. Sie war nicht objektiv. Und die Berichterstattung zu Wirecard bezog sich auf einen alten Sachstand. Die Betrugsvorwürfe waren Inhalt des vorläufigen Berichts von Rajah & Tann, der endgültige Bericht entlastete Wirecard komplett. Und es gab die Meldung von Wirecard, dass ein interner Audit die Vorwürfe widerlegt hat.

H: In ihrer Research Note schreiben Sie:

„Wir sind tatsächlich mehr besorgt über die offensichtliche Beteiligung der FT an Marktmanipulation als über die Vorwürfe gegen das Unternehmen.“

Wer ist hier mit „wir“ gemeint?

P: „Wir“ ist Branchenjargon. Das war meine persönliche Auffassung. Analysten schreiben immer „wir“.

H: „Wir“ klingt auch besser als „ich“.

P: Ich habe das nicht erfunden.

H: Sehen Sie bei sich persönlich eine Verantwortung?

P: Ich sehe keine Verantwortung. Ich weiss, dass es eine schlechte Empfehlung war.

H: Es war nicht nur eine Empfehlung.

P: Die Kaufempfehlung war falsch und der Grund dafür ist, dass ich einem Betrug aufgesessen bin und mich auf falsche Daten meines Modells verlassen habe. Von den institutionellen Investoren hat mich keiner dafür verurteilt. Natürlich habe ich mich gefragt, was ich hätte besser machen können, ob ich den Betrug hätte sehen können.

H: Wussten Sie, dass die Commerzbank schon 2019 beschlossen hatte, ihr Kreditengagement bei Wirecard zu beenden?

P: Nein. Es gab keinen Austausch mit der Kreditabteilung.

Florian Toncar: Finanziert die Commerzbank ihre Research Arbeit aus eigener Tasche oder wer zahlt dafür?

P: Die institutionellen Kunden bezahlen das.

Eine Expertin auf dem Gebiet der Investor Relations wies mich darauf hin, dass diese Aussage von Heike Pauls so nicht ganz richtig sein kann bzw. unvollständig ist. Die Mifid-II-Regeln haben seit 2018 die Arbeit der Sell-Side Analysten dahingehend verändert, dass wohl institutionelle Investoren normalerweise nicht mehr für Research bezahlen.

T: Wir haben eine Menge E-Mails von Ihnen vorliegen und mir sind da einige Formulierungen aufgefallen. Am 27.4.2016 schreiben Sie an Herrn Ley und Frau Stöckl:

„... scheinbar wirkt sich eure eigene USA-Reise positiver auf den Aktienkurs aus, als meine, obwohl ich fleissig getrommelt habe...“

Sie haben getrommelt?

P: Ja das war mein Job.

T: Trommeln für den Aktienkurs ist ihr Job?

P: Ja natürlich. Der Job eines Analysten ist es ja auch, Ideen zu vermarkten. Analysten machen auch Roadshows, wo sie ihre Aktien, ihre Ideen vermarkten und Wirecard war damals eine meiner stärksten Empfehlungen und die habe ich in den USA vermarktet.

Von der bereits erwähnten Investor Relations Expertin erhielt ich die Aussage, dass es schon Analysten geben würde, die anfangs sehr kritisch zu von ihr betreuten Unternehmen sind. Wenn die sich dann aber sehr tief mit dem Geschäftsmodell befasst haben und eine positive Einstellung gewonnen haben, könne es schon sein, dass diese dann sehr aktiv in die Vermarktung der Aktie einsteigen.

T: Warum musste Herr Ley wissen, dass Sie bei potenziellen Kunden getrommelt haben?

P: Das weiss ich nicht mehr.

T: Es stellt sich die Frage, woher die Intensität dieser Beziehung zu Wirecard kommt. Hier eine Email vom 10.3.2017 an Herrn Ley:

„... Glückwunsch zum US Closing, schön, dass wir die Kuh vom Eis haben, ich hoffe dass sie das mit Schampus feiern...“

Und Herr Ley antwortet:

„...den Schampus gibt es nächste Woche, Sie können gerne dabei sein...“

Sie beschreiben einen Erfolg von Wirecard und schreiben von „wir“?

P: Ich hatte eine Kaufempfehlung auf die Aktie, ich habe das für einen guten Deal gehalten. Ich habe mich gefreut, dass das geklappt hat.

T: Ist es Aufgabe von Analysten, Journalisten und Presseberichterstattung zu beeinflussen? Sie sind im Mai 2016 auf einen Journalisten vom SPIEGEL zugegangen, der über den Zatarra Report geschrieben hat und haben den Artikel kritisiert.

Jens Zimmermann: Sie bezeichneten Dan McCrum als Serientäter. Ich verstehe, dass man mit einer Formulierung mal danebenliegen kann, aber warum haben Sie ihn so bezeichnet?

P: Das war definitiv ein Overkill. Das war damals ein Ausdruck davon, dass das Vertrauen vieler Analysten und Investoren in den Kapitalmarkt zu dieser Zeit gestört war. Die FT hatte durch ihre Artikel Aufmerksamkeit für Shortseller generiert und ich war damals der Meinung, dass die Quellen der FT nicht immer seriös waren. Es gab damals auch sehr verdächtige, unübliche Handelsaktivitäten.

Herr Zimmermann zitiert aus der vom SPIEGEL aufgegriffenen E-Mail von Frau Pauls an Wirecard vom 20.12.2016, als diese von einem Gespräch mit dem Hedgefonds Greenvale Capital berichtete.

„... ich habe in allen Punkten sachlich dageengehalten...“

P: Weil alle Punkte sachlich falsch waren.

Z: Aber Sie sind doch nicht die Vertriebsmannschaft von Wirecard. Sie machen doch nicht den Job von Iris Stöckl. Können Sie mir bitte erklären, warum die Punkte sachlich falsch waren? Sind Sie dem nachgegangen? Die Morgan Stanley Analysten sagen, sie sind nach Indien gereist und haben nur wenige Shops gefunden und halten die Angaben von Wirecard für vollkommen unplausibel. Warum konnten Sie diese Vorwürfe einfach so beiseite wischen?

P: Morgan Stanley hatte in seinem Bericht behauptet, der Analyst sei selber in Indien gewesen, hat aber in Wirklichkeit einen externen Dienstleister mit der Untersuchung in Indien beauftragt.

Fabio de Masi: Ich habe gerade ein Deja-vu und musste an Herrn Hufeld denken. Sie wissen, was mit ihm passiert ist. Ich will Ihnen den Rat geben, dass es manchmal besser ist, wenn man einfach dazu steht, Fehler gemacht zu haben.

P: Ich kann dazu stehen.

M: Das konnte ich bisher nicht feststellen. Sie haben uns von ihrem Schicksal berichtet. Haben Sie sich auch mal mit den Schicksalen der Kleinanleger befasst?

P: Meinen Sie, ich finde das nicht schlimm?

M: Sie haben sich zugetraut, allein die ganzen Vorwürfe zu widerlegen. KPMG hat ein Budget von 10 Mio. Euro gebraucht und sie können allein bewerten, ob das alles zutreffend ist oder nicht. Haben Sie zu Vorwürfen entlastende Informationen, die Sie von Wirecard bekommen haben, geprüft bevor Sie sie weitergegeben haben?

P: Was heisst geprüft? Ich muss mich bis zu einem gewissen Grad auf Informationen verlassen können.

M: Negative Informationen haben Sie weggewischt, positive Informationen verbreitet.

P: Für die Verbreitung positiver Informationen hat Wirecard selber gesorgt.

Danyal Bayaz: Gibt es irgendwo Hinweise, dass Sie sich mit den vielen Vorwürfen gegenüber Wirecard mal kritisch auseinandergesetzt haben? Ich habe den Eindruck, Sie hatten Scheuklappen auf, Sie trommeln für die Aktie, Sie räumen die Kritik ab.

P: Das schätzen Sie wirklich falsch ein. Ich habe sämtliche Vorwürfe im Detail analysiert und mit Investoren diskutiert.

B: Was ich auffällig finde ist die Nähe, wie Sie da mit dem Vorstand kommunizieren, das ist doch nicht Branchenstandard.

P: Für mich ist das Branchenstandard.

B: Ich finde das devot gegenüber Wirecard. Ich glaube, viele Analysten würden nicht sagen, dass das Branchenstandard ist. Sie sind doch Marktbeobachterin und haben die Aufgabe, objektiv den Markt zu bewerten und nicht für eine Aktie zu trommeln.

P: Meine Aufgabe ist es doch, Aktien zu empfehlen. Meine Aufgabe ist es nicht, zu neutralen Ergebnissen zu kommen. Analysten sollen sich eine Meinung bilden. Es geht nicht darum, „einerseits so, andererseits so“ zu sagen, sondern es geht darum alle Argumente abzuwägen und zu einem eindeutigen Urteil zu kommen.

B: Sie sehen keine Verantwortung? Das kann doch nicht ihr Ernst sein. Wenn Sie nicht mehr dafür gerade stehen, was Sie schreiben, dann braucht es Sie nicht. Wie haben Sie sich erklärt, dass die Margen so viel besser sind bei Wirecard?

P: Die Margen bei Visa und Mastercard waren höher.

B: Die haben auch ein etwas anderes Geschäftsmodell.

Frau Pauls reicht eine Übersicht mit den Analystenschätzungen zu Wirecard vom 28.4.2020 und 17.6.2020 herum, aus der hervorgeht, dass sehr viele andere Analysten ebenfalls bis zum Schluss positiv gestimmt waren.

Matthias Hauer: Ich stimme Ihnen zu, dass auch andere Analysten falsch gelegen haben, aber von denen haben wir keine solchen E-Mails an Wirecard gefunden. Haben die anderen ihren Job nicht gemacht?

P: Ich glaube, dass mein Austausch völlig üblich war. Kollegen von mir waren über den SPIEGEL Artikel verwundert und verunsichert.

H: Ich dachte immer, Analysten würden analysieren und bewerten und dann zum Beispiel zu dem Ergebnis kommen, ein Aktienpreis von 230 Euro ist angemessen. Das kann dann richtig oder falsch sein. Aber das man dafür sorgen will oder das Unternehmen dahingehend berät, dass die 230 Euro erreicht werden, das ist schon ein Unterschied. Sie sehen sich also in einer aktiven Rolle, das Kursziel zu erreichen?

P: Ich empfehle die Aktie zum Kauf und damit ist eine klare Meinung verbunden.

H: Und Sie wollen auch, dass das Kursziel dann auch erreicht wird. Sie trommeln und werben und helfen, dass das auch erreicht wird.

P: Ich war bei Wirecard eine von 30 Analysten. Ich vertrete eine Einzelmeinung und klar, ich vertrete meine Position.

H: Ja, mit dem Ziel, dass der Kurs hochgeht und Sie Recht haben.

P: Wir geben ja Kursziele heraus, wo wir eine Erwartung kommunizieren, dass die Aktie das Kursziel erreichen kann.

H: Ich glaube dennoch, Sie haben ihren Job falsch verstanden und ihr Arbeitgeber ist offenbar derselben Meinung. Die Kündigung ist ja sicher nicht wegen des SPIEGEL Artikels erfolgt, sondern weil Ihnen ihr Arbeitgeber Pflichtverletzungen aus ihrem Arbeitsvertrag vorwirft. Was ist der Vorwurf ihres Arbeitgebers?

P: Mir wurde fristlos ohne Grund gekündigt. Im Gütetermin sagte der Anwalt, Grund sei der SPIEGEL Artikel und dass meine Bank im Rahmen des internen Audits zum Ergebnis gekommen ist, dass ich eher im Lager von Wirecard gewesen sei.

H: Sie haben am 8.4.2016 eine E-Mail an Herrn Ley geschrieben, da haben Sie ein versprochenes Update in Sachen Zatarra-Report geliefert und Vorschläge unterbreitet, wie zu kommunizieren ist. Außerdem beinhaltete es eine Warnung vor Greenvale Capital, verbunden mit freundlichen Hinweisen, wie man der negativen Berichterstattung begegnen könnte. Was war die Motivation von Ihnen, dass an Wirecard weiterzugeben?

P: Das war gesammeltes Feedback der Investoren, dass an mich herangetragen wurde, verbunden mit der Bitte, dass Wirecard zu unterbreiten.

H: Wie sind Sie mit dem KPMG-Bericht umgegangen?

P: Die Adhoc von Wirecard las sich gut. Auf dieser Basis habe ich meinen ersten Kommentar verfasst. Danach habe ich den Bericht durchgearbeitet und war nach den ersten paar Seiten konsterniert, dass er sich ganz anders las, als es die Adhoc suggerierte. Er beinhaltete eine komplett andere Aussage.

H: Aber für sie war das Ergebnis, dass an dem Bericht nichts dran ist.

P: Nein, so einfach war es nicht.

H: Aber ihr Kursziel war weiterhin 230 Euro.

P: Ja, das habe ich nicht geändert. Viele andere auch nicht.

H: Das heisst, sie haben nichts von dem Bericht gehalten.

P: Nein, es standen mehrere Punkte drin, die wichtig waren. Wichtigster Punkt: Bankbestätigungen lagen vor, die Guthaben waren vorhanden.

Es gibt daraufhin ein mehrfaches Hin und Her zwischen Herrn Hauer und Frau Pauls, ob aus dem Bericht hervorgeht, dass die Guthaben aus dem TPA-Geschäft vorhanden sind.

H: Sie haben daraus entnommen, dass das Geld vorhanden ist? Ich kann nicht glauben, was Sie da sagen. Da stand was von „Untersuchungshemmnis“ drin.

P: Ja, das war der Aspekt der wahrscheinlich am Markt am meisten diskutiert wurde. Es gab einige Telefonate mit Knoop zum Thema und es war eine der ersten Fragen, die ich gestellt habe. Wirecard hat abgestritten, dass Daten nicht geliefert wurden, es sei falsch, dass Meetings abgesagt wurden.

H: Und darauf haben Sie sich verlassen.

P: Zum Teil musste ich mich darauf verlassen, viel entscheidender waren die Bankbestätigungen der Banken in Asien und das bedeutete auch, das Geschäft dahinter ist echt.

H: Die Bankbestätigungen waren eben nicht da, das war ja das Problem.

P: Das stand aber nicht im Bericht.

H: Es stand auch nicht drin, dass sie da sind.

P: Es stand so drin, dass sie da sind.

H: Da haben wir einen Dissens.

Herr Hauer liest aus Seite 5 des KPMG-Berichts vor:

„Hinsichtlich des TPA Geschäfts ergab sich im Rahmen unserer Untersuchung, dass ... die Transaktionsdaten für 2016-2018, Verträge zwischen den TPA-Partnern und den Händlern sowie Kontoauszüge und Bankbestätigungen für Treuhandkonten ... für den Untersuchungszeitraum bislang nicht zur Verfügung gestellt wurden.“

Das klingt für mich so, als seien sie nicht zur Verfügung gestellt worden. Sie können mir gerne die Seite zeigen, wo steht, das Geld ist da, dann können wir alle nach Hause gehen.

Frau Pauls blättert und sucht die Stelle im Bericht.

P: Ich weiss jetzt nicht mehr die Seite, auf der das stand. KPMG hat ja nicht gesagt, das Geld ist weg, dann wäre die Aktie ja abgestürzt. Ein wichtiger Punkt war ja auch, dass James Freis den Vorstandsposten angenommen hat. Wenn er aus dem Bericht entnommen hätte, dass die Guthaben nicht da sind, dann hätte er nicht bei Wirecard unterschrieben.

H: Wir müssen da auch nicht mehr diskutieren. Es steht da so im Bericht wie es eben da steht und ich wollte nur ihre Wahrnehmung wissen und habe ihre Wahrnehmung zur Kenntnis genommen und stelle für mich persönlich fest, dass diese nicht dem Inhalt des Berichts entspricht.

Herr Gottschalk: Wir haben die Bilanzprofessorin Frau Dr. Köhler angehört, sie sagte aus, dass spätestens am 28.4. mit Erscheinen des KPMG-Berichts ein Marktversagen vorgelegen habe.

Herr Gottschalk spricht hier eine wichtige Tatsache an, auf die auch Fahmi Quadir bei ihrer Aussage vor dem Untersuchungsausschuss hingewiesen hat. Unter der Bedingung, die BaFin hätte nicht die Falschen verfolgt, wäre der KPMG-Bericht bereits das Ende für Wirecard

gewesen. Der Unwillen und die Ignoranz deutscher Behörden haben zu einer gestörten Marktbewertung des Berichts und der Aktie geführt.

Cansel Kiziltepe: Bauen Sie auch Risiken in ihre Bewertungsmodelle ein?

P: Ja, aber Basis sind immer die testierten Zahlen.

K: Wie baut man das ein?

P: In die Umsatz- und Gewinnschätzungen. Es kommt immer darauf an, von welchen Risiken wir reden.

K: Bspw. die Risiken, die sich in den erhobenen Vorwürfen ausdrückten.

P: Die waren nicht berücksichtigt, weil ich ja auf die Testate vertraut habe.

K: Dann brauchen Sie in ihre Modelle ja auch nur die testierten Ergebnisse eingeben.

P: Die Testate waren unerschütterlich, ich kann mich als Analyst nicht gegen die Testate stellen.

K: Waren Sie auf Einladung von Wirecard auf dem Oktoberfest?

P: Ja, mehrfach.

K: Wir haben mehrere Verteiler für Oktoberfest-Einladungen von Wirecard. Ich habe auf diesen Listen keine anderen Analysten gefunden.

P: Es waren auf der Wiesn auch andere Analysten auf Einladung von Wirecard anwesend.

Florian Toncar: Müssen Sie Kunden fragen, wenn Sie deren E-Mails an Wirecard weiterleiten?

P: Kommt darauf an, was in der E-Mail steht.

T: Wenn sich ein Kunde an sie wendet und Ihnen schreibt, was ihm bei Wirecard auffällt und was ihn an der Seriosität des Unternehmens zweifeln lässt und schreibt, er hätte schonmal über Betrug berichtet - das dürfen Sie an Wirecard weiterleiten? Der Kunde berichtete Ihnen, dass Kritiker physisch bedroht und ihre Computer und Daten angegriffen wurden und Sie haben das an Wirecard weitergeleitet und geschrieben:

„... hallo hier hat sich ein Kunde unzufrieden über mein Research geäußert...“

P: Aber er hatte ja keine Aktien.

T: Aber er war trotzdem ihr Kunde und sie schreiben:

„...also aufpassen, die Russen kommen smiley...“

an Iris Stöckl und ziehen das ins Lächerliche. Das durften Sie weiterleiten?

P: Ja.

T: Kurz vor Veröffentlichung des KPMG-Berichts schreiben Sie an Iris Stöckl:

„...Ich hatte Gespräch mit einem Hedgefonds. Nach dessen Aussage bereiten sich einige darauf vor, euch am 30.4. anzugreifen. Sie hoffen offenbar auf eine Steilvorlage im Bezug auf die Betrugsvorwürfe, daher würde ich es gut finden, wenn man ein paar Daten parat hätte.“

Ihre Kunden bezahlen sozusagen Geld dafür, dass Sie dem Unternehmen, das sie analysieren sollen, sagen, was sie brauchen, damit sie den Kunden eine Botschaft verkaufen können, die vorher schon feststeht. Das halten Sie für ihre Aufgabe. Ich würde keinen Cent für sowas bezahlen.

* * *

Beim Schreiben dieses Textes und dem Gespräch mit der Expertin habe ich gemerkt, dass ich wenig über die Arbeit von Sell-Side Analysten weiß. Daher möchte ich mich mit einer detaillierten Bewertung der Arbeit von Heike Pauls zurückhalten. Diskussionswürdig ist sicher ihre meiner Meinung nach unprofessionelle Nähe zu Wirecard. Ob sie wirklich Kritik am Unternehmen so weitergeben durfte, wie sie es getan hat, daran habe ich meine Zweifel, würde aber gerne mehr Meinungen dazu aufnehmen.

Dass sie sich zudem ernsthaft mit den massiven Vorwürfen gegen das Unternehmen befasst hat, kann man kaum glauben. Dass sie das in ihren Bewertungsmodellen unberücksichtigt lässt, ja sogar ausdrückte, das gar nicht berücksichtigen zu können, erscheint mir ebenfalls unlogisch. Einige Analysten haben zudem später die Coverage der Aktie ausgesetzt. Auch sie hätte das machen können, wenn sie Zweifel am Unternehmen bekommen hätte.

Wenn Frau Pauls angibt, ihre Arbeit richte sich nur an institutionelle Investoren, dann ändert das nichts daran, dass auch private Investoren ihre Einschätzungen erreichen, weil vielfach in

Börsenmedien darüber berichtet wird. Das ist sicher auch ein gewollter Nebeneffekt ihrer Arbeit.

Was die mehrfachen Entgleisungen in ihrer Research Note vom 31.1.2019 betrifft, bleiben Zweifel angebracht, ob es sich wirklich um ein Versehen aufgrund von Zeitdruck handelte. Aus ihren Worten spricht Wut, aber die Ursache dafür bleibt unklar. Ihre Aussage vor dem Untersuchungsausschuss und weitere, aus der Presse bekannte Äußerungen zeugen von Arroganz, Unprofessionalität und schlichter Torheit. Für Aussagen wie „sie kenne das Unternehmen und dessen Prozesse in- und auswendig“ sind sicher alle drei genannten Kategorien irgendwie zutreffend. Dass es hier eine über ihre Schilderungen hinausgehende Nähe zu Wirecard und den verantwortlichen Personen gegeben hat, ist eine mögliche Erklärung.

Es bleibt die Frage, ob Heike Pauls in ihrem Umfeld die Ausnahme oder die Regel war. Wer ihren Namen im Zusammenhang mit dem Wirecard Skandal erwähnt, muss bspw. auch über ihre Kollegen Lars Dannenberg, Robin Brass und Simon Bentlage von Hauck & Aufhäuser reden. Alle drei waren Analysten von Wirecard, die mit durchweg positiven Kommentaren zum Unternehmen auffielen. Dannenberg wechselte 2018 zu Wirecard. Brass schrieb Sätze wie „Die Anschuldigungen sind substanzlos“ bis August 2019 in seine Reports, bevor er dann einen Monat später ebenfalls zu Wirecard wechselte. Dass ein solcher Opportunist nach der Insolvenz von der Deutschen Bank angeheuert wurde, rundet das Bild von dieser ehemaligen Institution ab, von der keiner annehmen kann, dass sie nicht mit jedem neuen Tag noch ein klein wenig tiefer sinken könnte. Auf Brass folgte Simon Bentlage, bei dem wahrscheinlich nur die Insolvenz den Wechsel zu Wirecard verhinderte.

Die Verhaltensmuster dieser Herren werden sicher ganz ähnlich wie die von Heike Pauls gewesen sein. Vielleicht wollte sich auch Heike Pauls mit ihrem Research den Weg zu einem lukrativen Job bei Wirecard bereiten? Wir wissen es nicht. Knut Woller von der Baader Bank schrieb noch Anfang Mai 2020, dass die Wirecard Aktie vor einer Neubewertung stehe. Nun, in gewissem Sinne hatte er Recht.

Ich habe die Shortsellerin Fahmi Quadir gefragt, was ihre Meinung zu dem Research ist, das Heike Pauls abgeliefert hat. Ihre Antwort:

„I'm not sure how seriously I take any sell-side analysts because their obsessive focus on winning access to management for clients almost always gets in the way of objectivity. I remember at the 2019 investor day, a bunch of the sell-side guys with big buy ratings were telling me what they really thought. So with Heike, it's hard to say, maybe she knew better, maybe she didn't care.“

* * *