

Die Causa Gerresheimer – was der Jahresabschluss verriet, bevor es alle wussten



Ariane Hofstetter, Vorständin cometis AG Geschäftsführerin KOHORTEN Institut für Sozial- & Wirtschaftsforschung GmbH&CoKG; Michael Diegelmann, Vorstand cometis AG Geschäftsführer CPT cometis publishing & technologies GmbH

Der Beitrag legt anhand der Causa Gerresheimer dar, wie KI zur rechten Hand des Aufsichtsrats wird und wie Agentive Finance den Kapitalmarkt verändern wird.

I. Einleitung

Stellen Sie sich vor, es ist der 26. Februar 2025. Gerresheimer, führender Hersteller pharmazeutischer Verpackungen, veröffentlicht seinen Jahresabschluss 2024. Der Vorstand kommuniziert Zuversicht. Die Jahresprognose wird am 11. April mit den Q1-Zahlen bestätigt. Alles unter Kontrolle, alles auf Kurs. Wenige Wochen später folgt die Gewinnwarnung. Im September leitet die BaFin eine Sonderprüfung ein, im selben Monat geht der CFO. Ende Oktober der CEO. Im Februar 2026 spricht der neue Vorstand von Verstößen gegen interne Richtlinien und IFRS. Die Aktie, auf Höchststand im Jahr noch über 100 Euro wert, fiel später unter 20 Euro. MDAX – adieu. SDAX – adieu.

Die Aufsichtsräte sitzen heute in ihren Büros. Und könnten sich fragen, was sie damals schon hätten wissen können. Die ehrliche Antwort: Einiges – sofern jemand die richtigen Fragen gestellt hätte. Nicht mit Insiderwissen, sondern allein mit dem Geschäftsbericht 2024, einer strukturierten Analysemethodik und ohne Scheu vor unbequemen Schlussfolgerungen. Aufsichtsräte arbeiten nach bestem Wissen und Gewissen – aber sie lesen Zahlen durch die Brille ihrer eigenen Expertise. Und die ist nicht zwingend die eines Value-Investors, der in kleinen Brüchen und Widersprüchen von Narrativ und Substanz systematisch und crossdimensional nach Erkennt-

nissen sucht. Dabei wäre genau diese Perspektive eine wertvolle Ergänzung – denn der langfristig orientierte Value-Investor ist derjenige, dessen Interessen am engsten mit dem Auftrag des Aufsichtsrats übereinstimmen. Beide denken in Unternehmenszyklen, nicht in Quartalen.

II. Das Governance-Dilemma, das kaum einer benennt

Der Aufsichtsrat ist das Herzstück der deutschen Corporate Governance. Er soll die Interessen aller Eigentümer vertreten und den Vorstand kontrollieren. Das Aktiengesetz ist in dieser Hinsicht eindeutig. Die Realität ist es nicht. Das Grundproblem ist fast so alt wie die Betriebswirtschaftslehre: ein klassisches Principal-Agent-Dilemma, beschrieben von Jensen und Meckling bereits 1976. Der Vorstand entscheidet, was dem Aufsichtsrat vorgelegt wird, wie es eingerahmt wird, welche Zahlen prominent erscheinen. Hunderte Seiten Geschäftsbericht, dazu ebenso ausführliche Präsentationen, professionell gestaltet und narrativ kuratiert. Genau das Storytelling, für das das Gehirn empfänglich ist. Der Aufsichtsrat soll daraus die wesentlichen Signale destillieren. In knappen Zeiträumen, nebenberuflich, ohne eigenes Analysebudget.

Das wäre beherrschbar, wenn unabhängige Experten bei der Einordnung helfen würden. Solche Experten gibt

INHALT

- I. Einleitung
- II. Das Governance-Dilemma, das kaum einer benennt
- III. KI-Agent Warren Wise: Ein Investor ohne Eigeninteresse
- IV. Sechs Signale aus einem Geschäftsbericht
- V. Die Fragen, die Warren Wise dem Management gestellt hätte
- VI. Die strukturelle Antwort
- VII. KI wird zur rechten Hand des Aufsichtsrats
- VIII. Agentive Finance: Die Kapitalmärkte stehen am Beginn einer Ära

Keyword

Agentive Finance

es – die Frage ist, inwieweit sie unabhängig sind. Willkommen im Bias-Karussell. Der Wirtschaftsprüfer testiert den Abschluss – formal korrekt, IFRS-konform. Aber er prüft die Einhaltung von Standards, nicht die Klugheit von Entscheidungen. Die Investmentbank hat immer etwas zu verkaufen – Kapitalerhöhung, Übernahme, Refinanzierungsmandat. Direkte Kritik gefährdet das nächste Mandat. Der Investor Relations Officer steckt in einer institutionellen Zwickmühle: Er soll die Aktie gut aussehen lassen, ohne zu lügen – und verfügt selten über das Mandat, dem eigenen Vorstand unangenehme Wahrheiten zu sagen. Die Buy-Side schließlich reagiert auf Probleme nicht

mit Worten, sondern mit Verhalten: Sie verkauft. Und schweigt. Was entsteht, ist ein System, das strukturell auf unklare bzw. Nicht-Kritik ausgelegt ist. Niemand sagt dem Kaiser, dass er keine Kleider trägt – nicht, weil alle blind sind, sondern weil alle etwas zu verlieren haben. Dabei trägt er die Verantwortung – und im Ernstfall die Haftung.

III. KI-Agent Warren Wise: Ein Investor ohne Eigeninteresse

Hier betritt Warren Wise die Bühne.¹

Warren Wise ist kein Analyst aus London, Frankfurt oder Paris. Er hat kein Jahresgehalt, keinen Bonus, kein Mandat zu vergeben und keine Kundenbeziehung zu pflegen. Er ist ein KI-gestütztes Analyseinstrument, das die Equity Story auf Basis des Unternehmensreportings systematisch aus der Perspektive eines erfahrenen Value-Investors liest – ohne Agenda, ohne Rücksicht auf Beziehungen, ohne Angst vor dem Ergebnis.

Sein Fundament: 8 Bewertungsdimensionen –

1. Geschäftsmodellqualität,
2. Ertragskraft und Cash-Konvertierung,
3. Wachstumsqualität,
4. finanzielle Resilienz,
5. Kapitalallokation,
6. Management-Glaubwürdigkeit,
7. Innovationsfähigkeit und
8. Risikotransparenz.

Jede Dimension ist mit Indikatoren, Schwellenwerten und Red-Flag-Regeln operationalisiert und mit erfahrenen Value-Investing-Praktikern empirisch validiert.

¹ Warren Wise ist ein synthetischer Stakeholder, entwickelt im Rahmen des AskYourStakeholder-Projekts zur systematischen Analyse von Unternehmensreporting aus der Perspektive von Value-Investoren, entwickelt vom KOHORTEN Institut und CPT. Das Framework basiert auf 8 validierten Bewertungsdimensionen, empirisch fundiert durch qualitative Interviews mit Value-Investing-Praktikern. Die Gerresheimer-Analyse basiert ausschließlich auf dem öffentlich zugänglichen Geschäftsbericht 2024. Sie ersetzt keine Wirtschaftsprüfungshandlung und stellt keine Anlageberatung dar.

Warren Wise führt keine Meinungsumfrage oder klassische Perception Analyse durch. Er führt eine vollständige finanzanalytische Qualitätsprüfung durch – liest, was das Unternehmen veröffentlicht, erkennt, was ihm fehlt, und benennt, was für ihn nicht zusammenpasst. Er sucht nach Mustern in den Zahlen, gleicht das Narrativ gegen die testierten Zahlen ab, prüft die Konsistenz zwischen kommunizierter Strategie und operativer Realität. Er flaggt, was den langfristigen Wert gefährden könnte. Ohne Interessenkonflikt, ohne Transaktionsgeschäft, vorurteilsfrei.

Warren Wise entfaltet seinen Nutzen auf beiden Seiten des Tisches. Für den Vorstand bzw. CFO ist er ein Frühwarnsystem: Was wird ein gut vorbereiteter Investor nach der Zahlenvorlage fragen – und worauf sollte man besser eine Antwort haben? Für den Aufsichtsrat ist er die unabhängige Gegenstimme, die im System bisher fehlte. Und das nicht nur im Nachhinein: Warren Wise liest Entwürfe genauso wie veröffentlichte Abschlüsse. Die Analyse, die nachher unbequeme Fragen aufwirft, kann vorher die richtigen Antworten erzwingen.

IV. Sechs Signale aus einem Geschäftsbericht

Wäre der Gerresheimer-Abschluss 2024 vor dessen Veröffentlichung im Februar 2025 durch Warren Wise analysiert worden, hätte folgendes auf dem Tisch gelegen:²

Gerresheimer exhibits a troubling disconnect between strategic ambitions and operational execution, with declining margins an negative free cash flow undermining quality credentials.

1. **Cash Conversion Crisis.** Free cash flow of EUR –104.7m despite

² Die Analyse wurde im März 2026 erstellt – also nach Bekanntwerden der BaFin-Feststellungen und des Kursverfalls. Die Bewertungskriterien des Frameworks waren vor dieser Analyse versioniert und dokumentiert; sie wurden nicht nachträglich angepasst. Was hier rückblickend Monate brauchte, um öffentlich zu werden, hätte Warren Wise unmittelbar nach Veröffentlichung des Abschlusses sichtbar machen können.

net income of EUR 112.3m reveals a cash conversion ratio of –93.2% (FCF –104.7m / Net Income 112.3m), indicating the company destroys cash despite positive earnings.

2. **Margin Compression.** EBIT margin declined from 10.7% to 9.7% year-over-year while management claims operational excellence, suggesting execution challenges in their transformation strategy.

3. **Innovation Investment Gap.** R&D spending of only 1.9% of revenue (38.9M/2,035.9M) contradicts the innovation leadership narrative, particularly concerning for a company positioning itself as a technology-driven solutions provider.

Aus dem Warren-Wise-Report, Gerresheimer AG, Geschäftsjahr 2024

Konkret identifizierte Warren Wise sechs Signale:

Signal 1 – Der Cash-Earnings-Bruch. Warren stellte fest: „Free cash flow turned sharply negative at EUR –104.7m despite positive net income of EUR 112.3m. Cash conversion ratio of –93.2% – the company destroys cash despite positive earnings.“ Für jeden Euro ausgewiesenen Gewinn wurden 93 Cent Cash verbrannt. Der Mechanismus dahinter ist intuitiv: Wenn ein Unternehmen Umsätze bucht, ohne dass die Ware das Werk verlassen hat, erhält es kein Geld vom Kunden. Der Gewinn steht in der GuV, der Cashflow bleibt leer. Warren musste den Mechanismus nicht kennen. Er sah das Symptom: eine Schere zwischen Gewinn und Cash, die nicht hätte klaffen dürfen. Was der Mechanismus dahinter war, räumte der neue Vorstand später ein: Bill-and-Hold-Buchungen von 28 Millionen Euro – Teil eines gesamten Korrekturbedarfs von rund 35 Millionen Euro für das Geschäftsjahr 2024.

W2 EARNINGS POWER – W4 BALANCE SHEET

Contradiction

Net income of EUR 112.3m fails to convert to positive free cash flow, resulting in EUR –104.7m FCF. Cash conversion ratio of –93.2% (FCF/

NI) shows earnings quality issues – profits exist on paper but not in the bank account.

Aus dem Warren-Wise-Report,
Gerresheimer AG, Geschäftsjahr 2024

Signal 2 – Aggressive Kapitalisierung. Mehr als 42 Prozent aller Entwicklungskosten wurden aktiviert, statt als laufender Aufwand erfasst: „R&D capitalization rate of 42.4% signals earnings quality concerns.“ Wer Entwicklungskosten aktiviert, verschiebt Aufwand in die Zukunft und lässt das aktuelle Ergebnis besser aussehen, als es operativ ist. Zusätzlich identifizierte Warren Wise die systematische Diskrepanz zwischen bereinigtem EBITDA von 419,4 Millionen Euro und berichtetem EBITDA von 396 Millionen Euro als eigenständiges Warnsignal – nicht als Randnotiz. Die BaFin beanstandete später aktivierte Entwicklungskosten von 29,4 Millionen Euro als möglicherweise fehlerhaft. Exakt dieselbe Position.

Signal 3 – Die Covenant-Lücke. Warren Wise identifizierte Leasingverbindlichkeiten von 65,5 Millionen Euro als eigenständige Risikoposition und schrieb: „The lack of covenant disclosure makes it difficult to assess your true financial flexibility.“ Das Bild eines Kunstgutachters drängt sich auf: Warren Wise sucht nicht nach dem offensichtlichen Fehler, sondern nach Unregelmäßigkeiten im Craquelé, den charakteristischen Schwüngen der Signatur, den verwendeten Pigmenten. Er sucht nach Stellen, an denen Unternehmen erfahrungsgemäß ungenau werden, wenn die Lage unangenehm ist. Die Covenant-Opazität blieb schlicht unkommentiert. Und Auslassungen sind bei einem Unternehmen mit 1,1 Milliarden Euro (Stand GB 2024) Verschuldung selbst ein Signal. Dieses Signal kam nicht einmal in der BaFin-Erstprüfung vor – es wurde erst durch die erweiterte Sonderprüfung bestätigt: exakt dieselbe Position, exakt derselbe Betrag.

Signal 4 – CapEx ohne Rendite. Eine CapEx-Intensität von 18,2 Prozent des Umsatzes bei nur 2,9 Prozent

organischem Wachstum – das Verhältnis von Kapitalaufwand zu Ertrag stimmte strukturell nicht. Warren Wise ging weiter: „Formula-g strategy targets 8-10% organic growth but actual delivery of 2.9% despite record CapEx spending of EUR 369.9m suggests fundamental execution problems or unrealistic strategic planning.“ Rekordinvestitionen, aber kein Wachstum. Das ist ein klassisches Warnsignal: Wenn ein Unternehmen massiv investiert, aber weder Wachstum noch Cashflow liefert, stellen sich aus Investorensicht zwei Fragen – wurde das Kapital falsch eingesetzt, oder wurden die Ergebnisse schöngerechnet? Die Antwort darauf ist nicht Sache des Analysten, sondern des Managements. Warren Wise stellte die Frage; die Realität beantwortete sie später: Abschreibungen von 220 bis 240 Millionen Euro auf Sensile Medical und das US-Werk in Chicago Heights.

W1 BUSINESS MODEL – W7 INNOVATION

Contradiction

Strategic positioning as innovation leader in pharma packaging contradicts R&D investment of only 1.9% of revenue (38.9M/2,035.9M). Quality competitors in pharma typically invest 3–5% in R&D to maintain technological leadership.

Aus dem Warren-Wise-Report,
Gerresheimer AG, Geschäftsjahr 2024

Signal 5 – Management Credibility. Wiederholter Guidance-Miss, Dividendenzahlung trotz negativem Free Cashflow – effektiv durch Fremdkapital finanziert. Wer Dividenden aus Schulden zahlt, signalisiert dem Kapitalmarkt eine Stabilität, die operativ nicht gedeckt ist. Genau diese Spannung war im Abschluss 2024 angelegt – lange bevor sie zum Thema wurde.

Signal 6 – Blackbox. „Zero quantified risk exposures across all 12 identified risks.“ Zwölf identifizierte Risiken – klassifiziert, aber nicht spezifisch quantifiziert. Die Kategorien haben Schwellenwerte, aber kein Risiko bekommt eine eigene Zahl, kein

Szenario, keine Sensitivitätsanalyse. Was bedeutet ‚Moderate‘ konkret für Gerresheimer – 11 Millionen oder 39 Millionen Euro Exposure? Das bleibt offen.“. Man stelle sich vor, der Kapitän einer Transatlantikmaschine sagt in der Durchsage: „Es könnte Turbulenzen geben.“ Ob leichtes Schütteln oder Hurrikan – das bleibt offen. Dass keines der zwölf Risiken in Euro genauer beziffert wurde, ist auffällig – ob bewusst oder nicht, lässt sich von außen nicht beurteilen. Für einen Investor bleibt die Lücke dieselbe.

Your balance sheet provides stability with a 40.4% equity ratio and manageable 2.4x net debt-to-EBITDA leverage (W4: Score 4), but this financial cushion cannot mask fundamental operational weaknesses. The business model shows solid market positioning in pharma packaging with specific growth drivers, though segment profitability remains undisclosed (W1: Score 3). Your earnings power deteriorates with negative free cash flow and margin compression despite a reasonable 10.4% ROCE (W2: Score 2). Capital allocation raises serious efficiency concerns – your CapEx of EUR 369.8m represents 1.9x depreciation, destroying cash flow without visible returns (W5: Score 2). Innovation strategy claims ring hollow with inadequate R&D investment levels (W7: Score 2).

Aus dem Warren-Wise-Report,
Gerresheimer AG, Geschäftsjahr 2024

Warren Wise vergab den zweitniedrigsten Gesamtscore: „Watchlist, not yet investable.“ Auf seiner Fünf-Punkte-Skala eines Value Investors bedeutet das nicht „leicht unterdurchschnittlich“. Es bedeutet, dass das Unternehmen in mehreren zentralen Dimensionen die Schwellenwerte verfehlt, die ein langfristig orientierter Value-Investor anlegt. Sechs Signale, bestätigt durch die BaFin-Erst- und Sonderprüfung und vom Markt quittiert.

V. Die Fragen, die Warren Wise dem Management gestellt hätte

Warren Wise beschränkt sich nicht darauf, Warnsignale zu setzen. Er

STRATEGY - CAPABILITY: PLAUSIBILITY CHECK

Portfolio Innovation

Innovation leadership strategy faces execution gaps in R&D investment and cash conversion, though market positioning provides foundation for improvement.

STRATEGY STATEMENT	STRATEGIC	STATUS
Innovation leadership in pharma packaging	R&D investment only 13% of revenue (\$83M/2,055.5M), below industry standards	✗
Operational excellence and margin expansion	EBIT margin declined from 10.7% to 9.7% year-over-year	✗
Sustainable growth in attractive end markets	Solid market position in pharma packaging with demographic tailwinds	✓
Value-creating capital allocation	Negative free cash flow despite positive earnings, excessive CapEx intensity	✗

Full Historical Portfolio Not Historical

Aus dem Warren-Wise-Report, Gerresheimer AG, Geschäftsjahr 2024

formuliert die konkreten Fragen, die ein gut vorbereiteter Value-Investor dem Management vermutlich gestellt hätte – und die auch im Vorfeld einer Aufsichtsratssitzung auf dem Tisch liegen könnten. Im Fall Gerresheimer wären das unter anderem gewesen:

„Your free cash flow turned negative at -104.7 million EUR despite 240.3 million EUR operating cash flow. When will this massive capacity expansion program generate positive returns – and what is your timeline to return to positive free cash flow generation?“

„You capitalized 42.4% of total R&D – but where is the evidence of sustained innovation investment? How do you build competitive moats with such modest R&D accumulation?“

„Your medium-term organic growth target of 8-10% contrasts sharply with actual 2.9% organic growth. What specific capacity expansions and market share gains will bridge this 5-7 percentage point gap?“

„Your net debt of 1,100.3 million EUR represents 2.78x reported EBITDA, yet financial risks receive minimal disclosure. What specific covenant levels and breach scenarios have you modeled – and what would be the quantified impact on liquidity?“

Diese Fragen waren im Warren Wise-Report angelegt. Nicht als versteckte Botschaft – sondern als nüchterne Konsequenz aus Zahlen, die öffentlich zugänglich waren.

VI. Die strukturelle Antwort

Ob Gerresheimer ein Einzelfall ist, wird sich zeigen. Die Muster, auf die Warren Wise stieß, sind jedenfalls nicht gerresheimer-spezifisch – sie

gehören zum Standardrepertoire von Unternehmen unter Druck.

Die Frage ist also nicht, ob die Signale da sind. Die Frage ist, warum sie nicht gesehen werden. Dafür gibt es aus unserer Sicht drei wesentliche, strukturelle Gründe.

1. Zeit: Aufsichtsräte können hunderte Seiten Geschäftsbericht nicht mit der Tiefe eines Analysten lesen – das ist keine Kritik, das ist Realität.
2. Wissen: Nicht jedes AR-Mitglied kann Cash-Conversion-Raten interpretieren oder R&D-Kapitalisierungsquoten einordnen und Muster ableiten.
3. Budget: Eine unabhängige Tiefenanalyse kostet Geld – Aufsichtsräte verfügen oft über kein eigenes Analysebudget, das sie frei einsetzen können.

Zwei dieser drei Lücken schließt Warren Wise vollständig. Eine Stunde nach Übersendung des Geschäftsberichts liegt die vollständige, strukturierte Analyse vor – in der Sprache eines Value-Investors. Keine Kundenbeziehung, keine Interessenkonflikte, kein Schweigen aus Kollegialität.

Zur Einordnung, weil sie wichtig ist: Warren Wise ist kein Rechtsgutachten und keine Wirtschaftsprüfungshandlung. Er liefert keine haftungsbewehrten Einschätzungen – er liefert die strukturierten Fragen, die die Equity Story selbst aufwirft. Die Entscheidung, wie man mit diesen Fragen umgeht, liegt beim Vorstand und Aufsichtsrat. Schäden vorhersagen kann Stand heute kein Analyseinstrument. Informationslücken sichtbar machen, die im Dokument bereits vorhanden sind – das kann Warren Wise. Was ein erfahrener Value-Investor aus ei-

nem Geschäftsbericht schlussfolgert, darf auch ein KI-gestütztes Werkzeug formulieren: transparent, dokumentiert, reproduzierbar – und ohne Bias. Gleichwohl arbeitet auch eine KI nicht immer fehlerfrei.

VII. KI wird zur rechten Hand des Aufsichtsrats

Der Aufsichtsrat, der Warren Wise einsetzt, bekommt keine Nachhilfestunde in Finanzanalyse. Er bekommt etwas anderes: die Perspektive desjenigen, dessen Interessen am engsten mit seiner eigenen Aufgabe übereinstimmen – des langfristig orientierten Investors. Denn wer auf Resilienz, Substanz und nachhaltigen Unternehmenswert schaut, denkt nicht in Legislaturperioden oder Quartalsergebnissen. Er denkt in Unternehmenszyklen.

KI-gestützte Analyseinstrumente werden die Corporate Governance nicht revolutionieren. Sie werden etwas Bescheideneres tun, das folgenreicher ist: die Informationsasymmetrie zwischen Vorstand und Aufsichtsrat systematisch reduzieren – und damit eine Lücke schließen, für die es bisher keine unbefangene Lösung gab.

VIII. Agentic Finance: Die Kapitalmärkte stehen am Beginn einer Ära

Warren Wise steht für etwas Größeres als einen einzelnen Analyseansatz. Die Kapitalmärkte stehen am Beginn einer Ära, in der spezialisierte KI-Research-Agenten systematisch die Perspektiven einnehmen, die bisher im Schweigen des Systems verschwunden sind – und in der diese Agenten perspektivisch mit KI-Handelsagenten verknüpft werden, die auf ihre Signale reagieren. Agentic Finance ist kein Zukunftsszenario mehr. Es ist eine Entwicklung, auf die sich Vorstände und Aufsichtsräte vorbereiten dürften. Denn wer verstehen will, wie Maschinen über sein Unternehmen urteilen – und wie diese Urteile Kapitalflüsse bewegen –, muss wissen, wie sie lesen und bewerten. Wer das nicht versteht, könnte es irgendwann im Kurs ablesen.