

# CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

## MARKT UPDATE: VIELE UNSICHERHEITEN BLEIBEN BESTEHEN

Die Aktien fielen im September, da die Investoren über die festgefahrenen Gespräche über fiskalische Anreize in Washington, die bevorstehenden Wahlen und stark ansteigende Fälle von COVID-19 Ansteckungen in Europa besorgt waren. Die Impfstoffstudien schreiten jedoch voran, und jede positive Nachricht an dieser Front in den kommenden Monaten könnte die Märkte beflügeln.

### 1.01Mio

VERKÄUFE NEUER EIGENHEIME IN DEN USA STIEGEN IM AUGUST UM 4.8%

Die Verkäufe von neuen Einfamilienhäusern in den USA stiegen im August auf den höchsten Stand seit fast 14 Jahren, was darauf hindeutet, dass der Wohnungsmarkt weiter an Dynamik gewinnt.

### \$7.5Mrd.

MICROSOFT VERDOPPELT DIE ZAHL DER SPIELE

Der Xbox-Hersteller Microsoft Corp berichtet, dass er ZeniMax Media für 7,5 Milliarden Dollar übernehmen werde. Die bisher größte Spieleakquisition, die Microsoft je getätigt hat und damit das Videospieleangebot im Wettbewerb mit der PlayStation stärken will.

### \$50Mrd.

NORWEGISCHER STAATSFONDS KÖNNTE SEINEN EUROPÄISCHEN AKTIENANTEIL REDUZIEREN

Norwegen schlägt vor, dass der größte Staatsfonds der Welt mehr Geld in US-Aktien steckt, was die zweite große Verlagerung weg von europäischen Investitionen in weniger als einem Jahrzehnt wäre.

## MONTHLY TOPIC: ALLES BETRUG ODER WAS?

Betrügereien sind nicht leicht zu erkennen. Man muss die Berichterstattung und die Medienberichterstattung gewissenhaft durchgehen und sich anschließend mit dem Unternehmen in Verbindung setzen. Besonders schwierig, wenn nicht gar unmöglich, ist die Aufdeckung von Scheingeschäften. Die gute Nachricht ist jedoch, dass in der Regel ein ganzer Strauss roter Flaggen damit einhergeht, was dazu beiträgt, einen wahrscheinlichen Betrug aufzudecken. Wir haben solche im Visier, die am meisten verbreitet sind: Exponentielles Wachstum, häufige Kapitalmaßnahmen, Serienkapitalbeschaffung, instabile & intransparente Unternehmensführung, Finanzkennzahlen über dem Branchendurchschnitt.

Wir analysierten 52 Berichte für den Zeitraum der letzten 10 Jahre (2010-2020), um zu verstehen, welche Art von Unternehmen Opfer von Leerverkäufen werden können und vor welchen roten Flaggen Aktionäre alarmieren sollten. Unsere Analyse basiert auf den Berichten bekannter Leerverkäufer: Muddy Waters, Blue Orca, Glaucus Research.

Kurz gesagt, kritisches Denken ist in allen Fällen entscheidend, sowohl im Hinblick auf die Unternehmenskommunikation als auch im Hinblick auf Berichte von Leerverkäufern. Investoren und Analysten sollten ihre Hausaufgaben machen

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



# WIE LASSEN SICH INVESTITIONEN IN POTENZIELLE ZIELE VON LEERVERKÄUFERN VERMEIDEN?

## Enron, Valeant, Luckin Coffee, Nikola - wer ist der Nächste?

Stellen Sie sich vor, Sie investieren in ein vielversprechendes Unternehmen mit ständig wachsender Marktkapitalisierung, hervorragenden Gewinnmargen und hohem Gewinnwachstum. Es scheint eine erfolgreiche Investition zu sein, auf die Sie stolz sein können, aber nur, wenn eine ordnungsgemäße Plausibilitätsprüfung durchgeführt wurde. Wenn nicht, kann es zu einer bitteren Realität werden, wenn man eines Morgens aufwacht und die Nachricht erhält, dass ein Leerverkäufer einen Bericht über das Unternehmen herausgegeben hat, in dem falsche Gewinnaussweise oder andere finanzielle Manipulationen aufgedeckt werden. In diesem Fall wird die Unfähigkeit der Unternehmensleitung, die Anschuldigungen zu widerlegen und harte Beweise zur Zurückweisung jedweder unangemessenen Rhetorik zu erbringen, den Aktienkurs in die Knie zwingen. Genau das ist Anfang dieses Jahres mit Starbucks' chinesischem Rivalen Luckin Coffee und jetzt mit dem Hersteller von Elektrolastwagen - Nikola - passiert.

## Arten von Betrug und ihre Folgen

Wir analysierten 52 Berichte für den Zeitraum der letzten 10 Jahre (2010-2020), um zu verstehen, welche Art von Unternehmen Opfer von Leerverkäufen werden können und welche roten Flaggen Aktionäre alarmieren sollten. Unsere Analyse basierte auf den Berichten bekannter Leerverkäufer: Muddy Waters, Blue Orca, Glauco Research. Aktivistische Verkäufer haben ein breites Spektrum von Angriffsmöglichkeiten – ausgehend von Unternehmen, die in großem Ausmass in betrügerische Geschäftsmodelle verwickelt sind, wie z.B. die Weiterleitung leerer LKWs oder gefälschter Produktionsanlagen, bis hin zu Unternehmen, die ihre Gewinne in die Höhe treiben und andere Unregelmäßigkeiten bei der Buchführung begehen. Auffallend ist die Tatsache, dass in 37% der analysierten Fälle die Unternehmen innerhalb der nächsten 1-3 Jahre nach Veröffentlichung des Berichts der Leerverkäufer von der Börse genommen wurden. Nachdem wir die Ziele der Leerverkäufer untersucht haben, haben wir eine Liste der Branchen und Länder erstellt, in denen die Betrugsfälle am häufigsten vorkommen. Investoren, die in chinesische Unternehmen ihr Geld anlegen, sollten äußerste Vorsicht walten lassen, da das Land den größten Anteil an betrügerischen Unternehmen beherbergt mit Sino-Forest, dem König der Betrüger an der Spitze. Es folgen die USA, Kanada und Australien. Bei den folgenden Branchen sollte man sehr vorsichtig sein: Verbrauchsgüterindustrie, Gesundheitswesen und Industrie.

## Häufige rote Flaggen für potenzielle Betrugsvorgänge

Betrügereien sind nicht leicht zu erkennen. Man muss die Berichterstattung und die Medienberichterstattung gewissenhaft durchgehen und sich anschließend mit dem Unternehmen in Verbindung setzen. Besonders schwierig, wenn nicht gar unmöglich, ist die Aufdeckung von Scheingeschäften. Die gute Nachricht ist jedoch, dass in der Regel ein ganzer Strauss roter Flaggen damit einhergeht, was dazu beiträgt, den wahrscheinlichen Betrug aufzudecken. Wir konzentrieren uns auf die häufigsten von ihnen.

Exponentielles Wachstum

- Ungewöhnliches Umsatzwachstum  
- Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen

Beispiel: China Metal Recycling meldete für den Zeitraum 2006-2011 ein Umsatzwachstum von 116%, das doppelt so hoch war wie das des nächsten Konkurrenten.

Das von dem Unternehmen gemeldete exponentielle Wachstum erregt sofort die Aufmerksamkeit der Investoren, aber auch der Feinde, die bereit sind, das Unternehmen leer zu verkaufen, sobald es die Plausibilitätsprüfungen nicht besteht. Ein deutlich über dem vergangenen Durchschnitt liegendes Umsatzwachstum, wenn es nicht durch z.B. nachweislich disruptive Technologie gerechtfertigt ist, und ein Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, der das Umsatzwachstum übersteigt, können Anzeichen für eine unethische Rechnungslegung sein.

Häufige Kapitalmaßnahmen

- M&A-Transaktionen  
- Geschäfte mit verbundenen Parteien

Beispiel: Rino International mit übertriebenen Bruttomargen von 35-40%, wenn die Margen in der Regel 20% nicht überschreiten.

Die Plausibilität hoher Margen und ausgezeichneter Umsatzverhältnisse muss durch die Ermittlung von Wettbewerbsvorteilen überprüft werden, die es dem Unternehmen ermöglichen, effizienter als seine engsten Konkurrenten zu sein. Und man sollte auch sicher sein, dass der Wettbewerbsvorteil auch in Zukunft tragfähig ist.

Serienkapitalbeschaffung, trotz Barreserve

- Zusätzliches Aktienangebot  
- Emission von Anleihen

Fruchtbares Land für Betrüger sind M&As und andere Corporate Actions, die viel Raum für buchhalterische Manipulationen bieten. Dies wird besonders gefährlich, wenn Geschäfte mit verbundenen Parteien gemacht werden. Man muss also die Erfolgsbilanz von M&A kritisch hinterfragen und wie gut sie zur Unternehmensstrategie passt.

Instabile & intransparente Unternehmensführung

- Häufige Wechsel im Management (CFO) und im VR  
- Hintergrund der Schlüsselpersonen

Wenn ein Unternehmen ständig nach einer Kapitalerhöhung strebt, steigen die Zweifel an der Nachhaltigkeit des Unternehmens. Es sieht in der Tat merkwürdig aus, wenn das Unternehmen nach zusätzlichen Mitteln sucht, wenn es erfolgreich arbeitet und über genügend Bargeld verfügt. Der Grund für diese und ähnliche Aktionen sollte daher sorgfältig geprüft werden.

Finanzkennzahlen über dem Branchendurchschnitt

- Gewinnspannen  
- Umsatzkennzahlen: Lagerumschlag, DSO

„Der Fisch stinkt vom Kopf her“ daher ist es wichtig zu wissen, von wem und wie das Unternehmen geführt wird. Die Qualität der Corporate Governance hat keinen direkten Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens, und deshalb wird sie auch nicht immer von den Investoren überprüft. Aber die Folgen, nicht auf die Qualität der Offenlegung und den Hintergrund der Führungskräfte und Aufsichtsräte zu achten, können ziemlich drastisch sein. Zum Beispiel hätte eine gründliche Überprüfung der Biographie des CEO von Samsonite, dem weltgrößten Reisegepäckunternehmen, dazu beigetragen, den Betrug bei der Wiederaufnahme des Geschäfts aufzudecken. Nach der Veröffentlichung des Berichts von Blue Orca, in dem neben anderen Unregelmäßigkeiten ein gefälschter Dokortitel des CEO aufgedeckt wurde, fielen die Aktien von Samsonite innerhalb von zwei Tagen um 21%. Bemerkenswert ist, dass die von einem der Big-4-Unternehmen durchgeführte Prüfung nicht höchste Qualität in der Finanzberichterstattung garantierte: 18 Unternehmen von 52 Zielen von Leerverkäufen hatten Big-4-Mitglieder als Abschlussprüfer. Obwohl die Wahrscheinlichkeit eines Fehlverhaltens dann viel geringer ist, verschwindet sie nicht ganz, man sollte sich daher nicht nur auf den Prüfer verlassen.

## Kritisches Denken im Zentrum der Aufmerksamkeit

Leerverkäufer haben sich einen recht umstrittenen Ruf erworben, da sie Marktpreismanipulationen verursachen. Es ist offensichtlich eine gute Sache, einen Betrug aufzudecken, solange das Problem nicht ein enormes Ausmaß erreicht hat. Manchmal sind die Anschuldigungen der Leerverkäufer jedoch unbegründet, und, sie beschuldigen, weil sie gierig sind, fälschlicherweise Unternehmen die kaum an Fehlverhalten in Bezug auf ihre Finanzberichterstattung oder Geschäftsabwicklung beteiligt sind. Dann ist es für den Beschuldigten schwer, sich zu entschuldigen und Beweise für gute Praktiken vorzulegen, um seinen Ruf wiederherzustellen. So erging es Anta Sports, einem chinesischen Sportbekleidungshersteller, als eine Reihe von Leerverkäufern an der zu hohen Gewinnspanne des Unternehmens zweifelten.

Kurz gesagt, kritisches Denken ist in allen Fällen entscheidend, sowohl im Hinblick auf die Unternehmenskommunikation als auch im Hinblick auf Berichte von Leerverkäufern. Investoren und Analysten sollten ihre Hausaufgaben machen, indem sie eine eigene Plausibilitätsprüfung durchführen, die Berichte akribisch lesen und am besten mit dem Management des Unternehmens sprechen.

References: Feng M., Luo S., Shevlin Th., Ge W. (2010). Why Do CFOs Become Involved in Material Accounting Manipulations? <https://www.ssrn.com/abstract=1260368>