



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## UNBERECHENBARE EINGRIFFE

### Erwartungen bestätigt

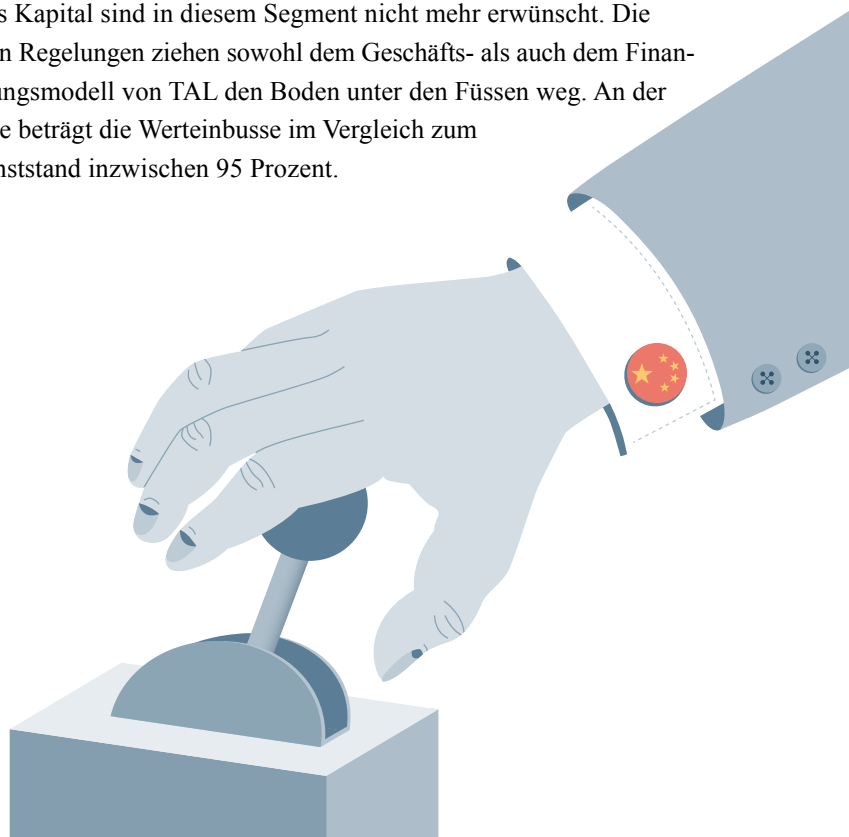
Die Unternehmensergebnisse entwickeln sich weiterhin sehr erfreulich. Dies lässt sich sowohl auf globaler Ebene als auch in der Schweiz beobachten. Die Mehrheit der börsenkotierten Unternehmen konnte mit ihren Halbjahreszahlen die Analystenerwartungen erneut übertreffen. Die Gewinnerholung fällt bei zyklischen Werten am stärksten ins Gewicht, aber auch Unternehmen aus dem Bereich Medizinaltechnik fallen positiv auf. So hat beispielsweise der Hersteller von Zahnimplantaten Straumann die eigene Prognose für das laufende Jahr bereits zweimal angehoben.

Der Entwicklung der Unternehmensgewinne kommt in der aktuellen Marktphase besondere Bedeutung zu. Die Aktienkurse vollzogen nach dem Absturz als Reaktion auf den scharfen, aber kurzen konjunkturellen Einbruch einen steilen Kursanstieg, der eine kräftige wirtschaftliche Erholung vorwegnahm. Die inzwischen publizierten Unternehmensergebnisse bestätigen dies und unterstützen damit das heutige Kursniveau. In einzelnen Fällen lässt sich dennoch beobachten, dass die eingepreisten Erwartungen übersteigert sind. Trotz hervorragender Ergebnisse kann dies kurzfristig zu negativen Kursreaktionen führen. Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger ist dies jedoch nicht von Relevanz.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Bildung, Digitalisierung sowie beeindruckendes Wachstum im grössten Markt der Welt – TAL Education («Tomorrow Advancing Life») war als führende Anbieterin von Nachhilfeunterricht in China eine unternehmerische Erfolgsgeschichte. Den Grundstein legten Bangxin Zhang und Yundong Cao, als sie an der Universität Peking studierten und 2003 damit begannen, ambitionierten Grundschulern Nachhilfeunterricht in Mathematik anzubieten. Das Unternehmen wuchs von Beginn an rasant, expandierte übers ganze Land und positionierte sich durch die Nutzung des Onlinekanals als modernes Bildungsunternehmen, sogenanntes «EdTech». Bei der Finanzierung des Wachstums spielten ausländische Risikokapitalgeber eine bedeutende Rolle. 2010 erfolgte die Publikumsöffnung mit dem erfolgreichen Börsengang in New York. Seither stieg der Börsenwert auf deutlich über 50 Milliarden Franken. Das ist mehr als das Doppelte der Credit Suisse und etwa dieselbe Liga wie Adidas oder Lonza. Das war einmal.

Ende Juli erliess die chinesische Regierung eine Stellungnahme zur Verringerung der Belastung von Schülerinnen und Schülern durch Hausaufgaben und Nachhilfeunterricht im Rahmen der allgemeinen Schulpflicht. Weil Bildung für alle ohne Kostenfolge offenstehen soll, darf Nachhilfe nur noch von Instituten unterrichtet werden, die nicht gewinnorientiert arbeiten. Börsenkotierte Unternehmen oder ausländisches Kapital sind in diesem Segment nicht mehr erwünscht. Die neuen Regelungen ziehen sowohl dem Geschäfts- als auch dem Finanzierungsmodell von TAL den Boden unter den Füßen weg. An der Börse beträgt die Werteinbusse im Vergleich zum Höchststand inzwischen 95 Prozent.



## Zähmung der Technologiebranche

Die Neuregelung des Nachhilfeunterrichts ist ein Beispiel einer ganzen Reihe unberechenbarer Eingriffe der chinesischen Regierung in den letzten Monaten. Betroffen ist vor allem der erfolgsverwöhnte Technologiesektor, einer der dynamischsten Bereiche der Weltwirtschaft der letzten 20 Jahre. In seiner rasanten Entwicklung zog dieser viel ausländisches Kapital und Talent an und brachte neben unzähligen Neugründungen auch Giganten wie Alibaba und Tencent hervor, deren «Super-Apps» die Abwicklung der meisten Alltagstransaktionen via Smartphone erlauben. Niemand kam den erdrückend dominanten US-amerikanischen Technologiekonzernen punkto Marktkapitalisierung näher als diese beiden.

Alles begann mit der Absage des weltweit grössten Börsenganges der Geschichte von Ant Group, der Fintech-Sparte von Alibaba, der im November letzten Jahres in Hongkong und Schanghai über die Bühne gehen sollte. Ein Gesetzesentwurf mit neuen Regeln zur Online-Kreditvergabe wenige Tage vor dem IPO veranlasste die Börse von Schanghai, den prestigeträchtigen Börsengang buchstäblich in letzter Minute abzublasen.

Bemerkenswert war auch die Intervention gegen Didi Global, den chinesischen Fahrdienst, der mit 500 Millionen Nutzern sein amerikanisches Pendant Uber in den Schatten stellt. Nur Tage nach dessen Börsengang in New York eröffnete die chinesische Internetregulierungsbehörde – die im Vorfeld eine Verschiebung des IPO zur Überprüfung der Einhaltung von Datensicherheitsrichtlinien empfohlen hatte – eine Untersuchung, ordnete die sofortige Löschung der App an und verbot Didi die Aufnahme von Neukunden in China. Der Aktienkurs des Börsenneulings büsste darauf ein Viertel seines Wertes ein.

Neben diesen schlagzeilenträchtigen Ereignissen erfolgten zahlreiche Untersuchungen und Bussen gegen chinesische Technologieunternehmen aufgrund wettbewerbsrechtlicher Verstösse. Die Häufung dieser Eingriffe ist kein Zufall und hat erhebliche Konsequenzen für die Eigentümerinnen und Eigentümer der betroffenen Unternehmen. Der chinesische Technologiesektor hat in einem sonst sehr freundlichen Börsenumfeld deutlich korrigiert und seit November 2020 mehr als 1'000 Mrd. Schweizer Franken Marktkapitalisierung verloren.

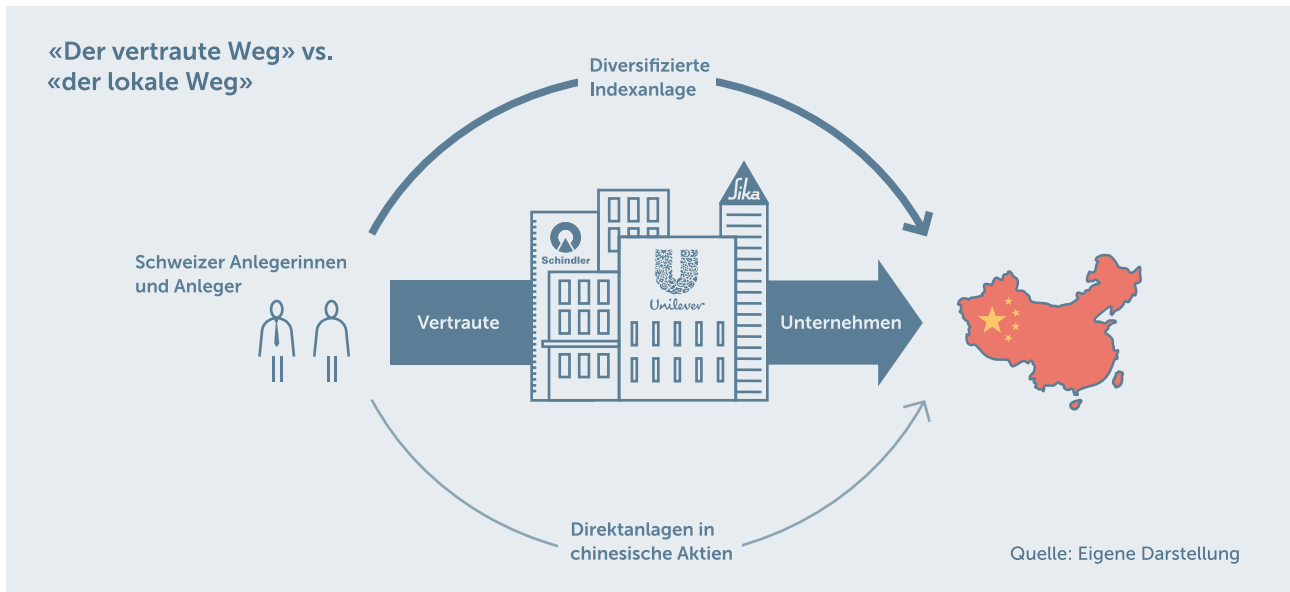
Wie sind diese Eingriffe der chinesischen Regierung gegen einen der erfolgreichsten Sektoren des eigenen Landes einzuordnen? Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für Anlegerinnen und Anleger in der Schweiz?

## Eine Frage der Prioritäten

Das harte Vorgehen ist in erster Linie eine Machtdemonstration der kommunistischen Partei. Sie nimmt die beschriebenen Schäden zur Erreichung übergeordneter sozialer Ziele bewusst in Kauf und greift korrigierend ein, wo sie diese gefährdet sieht. China hat zur Entfaltung wirtschaftlicher Dynamik vermehrt auf Marktkräfte gesetzt und in seiner Entwicklung stark davon profitiert. Gleichzeitig stellen sich ähnliche Herausforderungen, wie sie sich auch im Westen präsentieren: wachsende Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensentwicklung oder die wettbewerbsbehindernde Monopolmacht der grossen Technologiekonzerne, wie sie beispielsweise Apple und Google in ihren App-Stores ausüben. Auch in China sind einige Tech-Unternehmer sehr vermögend und zunehmend selbstbewusster geworden. Alibaba-Gründer Jack Ma wagte es, Chinas Banken und deren Regulator zu kritisieren, Didi Global setzte sich über die Empfehlungen der Internetregulierungsbehörde hinweg. Beide erhielten die Quittung umgehend präsentiert.

Wachsende Ungleichheit und das Ausnützen von Monopolmacht haben das Potential, den sozialen Frieden zu gefährden. Auf diesen ist die kommunistische Partei für ihren Machterhalt angewiesen. Für sie scheint die Zeit reif zu sein, den privaten Sektor in die Schranken zu weisen und Korrekturen einzuleiten. Das von Xi Jinping in jüngerer Vergangenheit oft betonte Ziel des «gemeinsamen Wohlstands» kann als Klammer um viele der Eingriffe gesehen werden. Reduktion des Leistungsdrucks und der finanziellen Belastung von Familien durch Neuregelungen im Bildungswesen oder die Verbesserung der Arbeitszeiten und Löhne von Kurieren in der «Gig-Economy» sind Schritte in diese Richtung. Einige der bekanntesten Unternehmen des Landes haben die Botschaft verstanden und umgehend grosse Summen an gemeinnützige Institutionen gespendet.

Neben dem sozialen Frieden figuriert die nationale Sicherheit weit oben auf der Prioritätenliste der Partei. Unter diesem Titel sichert sich der chinesische Staat auch den Zugriff auf die Datenpools der Technologiekonzerne. So verlangt der Regulator inzwischen das Aufbrechen der Ant Group, wobei die persönlichen Nutzerdaten in ein Joint Venture auszulagern sind, an dem sich der Staat beteiligen kann. Kotierungen im Ausland, wie von Didi Global in New York, werden unter den neuen Regelungen für Technologieunternehmen de facto kaum mehr möglich sein. Zahlreiche geplante Transaktionen wurden



bereits auf Eis gelegt. Als Symptom der wachsenden Rivalität mit den USA zeichnet sich also auch eine allmähliche kapitalmarktseitige Entflechtung ab.

Aus Anlegersicht gilt es zu konstatieren: Eigentümerinteressen, zumal von ausländischem Kapital, folgen auf der Prioritätenliste erst unter «ferner liefern».

### Schlussfolgerungen für Investitionen

Chinas wirtschaftlicher Aufstieg ist zweifelsohne eine grosse Erfolgsgeschichte. Hunderte Millionen Chinesinnen und Chinesen schafften es, der Armut zu entfliehen. China ist inzwischen auch zentraler Motor für die globale wirtschaftliche Entwicklung.

Die unberechenbaren Eingriffe rufen aber auch in Erinnerung, was China nicht ist: China ist weder eine Demokratie mit klassischer Gewaltenteilung noch eine freiheitlich organisierte, offene Marktwirtschaft mit gut verankerten Eigentumsrechten. Die kommunistische Partei steht über allem. «Partei, Regierung, Militär, Gesellschaft und Schulen, Osten, Westen, Süden, Norden und Zentrum – die Partei führt alles an» ist ein Satz, den Xi Jinping 2017 in die Parteistatuten aufnehmen liess und der zum 100-Jahr-Jubiläum der Partei häufig betont wird.

Für Vermögensverwalter stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, wie man an der wirtschaftlichen Dynamik Chinas partizipieren kann, ohne sich bezüglich der eigentumsrechtlichen Aspekte sorgen zu müssen. Das obenstehende Schaubild zeigt den Ansatz, den wir in unserem Vermögensverwaltungshandwerk verfolgen.

### Der vertraute Weg

Wir investieren für unsere Kundinnen und Kunden hauptsächlich in vertraute Unternehmen aus westlichen Industrieländern in berechenbaren Jurisdiktionen. Viele dieser Unternehmen haben sich in China durch Investitionen eine lokale Präsenz aufgebaut. China ist für sie nicht nur wichtiger Absatzmarkt, sondern zugleich bedeutender Produktionsstandort. Beachtliche Umsatz- und Gewinnanteile in Asien sind bei der Selektion der Direktanlagen ein wichtiges Kriterium, das die Partizipation an der wirtschaftlichen Dynamik des Kontinents ermöglicht. Der Aufzughersteller Schindler, der Bauzulieferer Sika oder der Nahrungsmittelhersteller Unilever sind drei konkrete Beispiele dafür.

### Der lokale Weg

Direktanlagen in chinesische Aktien oder die Selektion einzelner Unternehmen in anderen Schwellenländern stehen hingegen nicht im Vordergrund, da die Eigentumsrechte in diesen Regionen nicht stark genug verankert sind. Zur Abdeckung lokaler Anlagen in den Schwellenländern gelangt deshalb ergänzend eine sehr breit diversifizierte Indexanlage zum Einsatz, bei welcher der asiatische Raum eine dominante Rolle einnimmt.

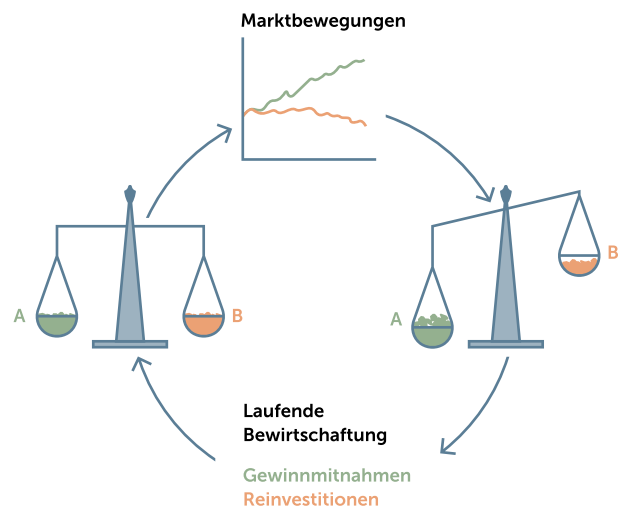
Unter dem Strich besteht der Kern der Wertschriftenportfolios unserer Kundinnen und Kunden somit aus verantwortungsbewusst gewählten Beteiligungen an Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen, die unter Berücksichtigung der Risikostreuung sorgfältig aufeinander abgestimmt sind.

# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Die laufende Bewirtschaftung der uns anvertrauten Kundenvermögen ist ein wichtiger Bestandteil unseres Vermögensverwaltungshandwerks. Insbesondere in Jahren mit deutlich überdurchschnittlichen Aktienrenditen wie 2017, 2019 oder auch in diesem Jahr können ungleiche Kursentwicklungen die Gewichte innerhalb eines Portfolios stark verschieben. Dies führt auf verschiedenen Ebenen zu Implikationen für die Portfoliobewirtschaftung. Einerseits auf strategischer Ebene, da wir als Vermögensverwalter verpflichtet sind, die von den Kundinnen und Kunden festgelegte Anlagestrategie innerhalb gewisser Bandbreiten einzuhalten. Gewinnmitnahmen auf Aktienpositionen werden zu diesem Zweck in festverzinsliche Anlagen umgeschichtet. Andererseits verlangen divergierende Entwicklungen einzelner Anlagen auch Transaktionen innerhalb der Aktienquote. Trotz Kursanstieg kann eine Aktie weiterhin attraktiv sein, das Geschäftsmodell sowie die Zukunftsaussichten überzeugen nach wie vor. Die Position wird nicht vollständig veräussert, sondern durch eine Gewinnmitnahme leicht reduziert, ein sogenanntes Rebalancing erfolgt. Die frei gewordene Liquidität kann in andere interessante Aktienwerte investiert werden, die das Potential aus unserer Sicht über kurze bis mittlere Frist noch nicht ausgeschöpft haben. Im aktuellen Anlagejahr haben insbesondere zyklische Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt eine überdurchschnittlich positive Performance erwirtschaftet.

Der Sanitäranlagenhersteller Geberit, der Bauzulieferer Sika sowie der Hersteller von Zahnimplantaten Straumann konnten im aktuellen Jahr nochmals deutliche Kursanstiege verbuchen. Ebenso hat sich der Pharmazulieferer Lonza äusserst erfreulich entwickelt. Defensivere Werte wie der Nahrungsmittelkonzern Nestlé, die Pharmakonzerne Roche und insbesondere Novartis konnten mit diesen Kursanstiegen nicht mithalten. Auch das Telekomunternehmen Swisscom oder der Versicherungskonzern

## Antizyklische Portfoliobewirtschaftung



Quelle: Eigene Darstellung

Zurich Insurance Group stehen etwas im Schatten der genannten Industrie- und Medizinaltechnikbetriebe. Dies bietet nun die Möglichkeiten, das Portfolio auszutarieren und defensiver zu gestalten, ohne die Aktienquote signifikant zu reduzieren. Der Insulin-Hersteller Novo Nordisk ist ein weiteres Beispiel für eine ausserordentlich eindruckliche Entwicklung und bietet je nach Portfoliostruktur eine attraktive Rebalancing-Möglichkeit. Andererseits hat der Gesundheitsausrüster Philips temporäre Probleme bei Ventilatoren von Beatmungsgeräten, was rund um die Covid-Krise umso schwerer wiegt und den Aktienkurs negativ beeinflusste. Beide Unternehmen sind aus unserer Sicht bezüglich struktureller Wachstumstrends hervorragend positioniert und wir sind auch von einem zukünftigen Engagement überzeugt. Es ist jedoch sinnvoll, bei Novo Nordisk einen Teil des Gewinns abzuschöpfen und damit beispielsweise die Position von Philips zu stärken, wo dies in den Portfoliokontext passt.

Das Rebalancing bietet die Möglichkeit, antizyklisch Branchen, Regionen oder Einzelpositionen zu erhöhen oder zu reduzieren. Die Gewichtung temporär abgestrafter Titel kann wieder auf ein angemessenes Niveau gehoben werden und auch das Verhältnis zwischen defensiven Werten und offensiveren Anlagen lässt sich dadurch neu justieren.

**Herausgeber:** Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, [info@zaehringer-privatbank.ch](mailto:info@zaehringer-privatbank.ch), [www.zaehringer-privatbank.ch](http://www.zaehringer-privatbank.ch). Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tötung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen für weitere Informationen.