



## Chinas Finanzmärkte – eine neue globale Größe?

28. Juli 2009

Während die Welt mit der Finanzkrise und ihren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft ringt, stellen sich zwangsläufig Fragen, wer die Finanzmärkte in den nächsten Jahren prägen wird. China dürfte angesichts seiner dynamischen Entwicklung einer der Hauptakteure sein.

Die chinesischen Regulierungsbehörden verfolgen umsichtige und schrittweise Reformen und werden dies aller Voraussicht nach weiterhin tun. Angesichts der aktuellen Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten und erster Erfolge bei schrittweisen Reformen dürfte dieses Vorgehen eine gute Basis für eine nachhaltige Weiterentwicklung sein.

Allerdings ist kaum anzunehmen, dass China von der weltweiten Rezession völlig unberührt bleibt. Der Abschwung wird die Schwächen finanziell weniger robuster Banken ans Licht bringen. Höhere Risikovorsorge und Kapitalbasen werden angesichts möglicherweise steigender Kreditverluste nötig sein.

Ein gutes Risikomanagement wird über Gewinner oder Verlierer entscheiden. Daher müssen sich chinesische Banken mehr denn je um eine effektive Risikosteuerung bemühen.

In zehn Jahren dürfte Chinas Anteil am globalen Bankenmarkt auf 13%, am Aktienmarkt auf über 16% und am Anleihemarkt auf über 5% weltweit ansteigen. Auch nach vorsichtigen Schätzungen wird die Rolle Chinas auf den globalen Finanzmärkten wachsen.

Chinas künftige Rolle in der globalen Finanzwelt wird davon abhängen, inwieweit die Öffnung seiner eigenen Märkte gelingt. Ausländischen Finanzunternehmen mehr Zugangsmöglichkeiten zum chinesischen Markt zu eröffnen, wird für eine nachhaltige Weiterentwicklung unabdingbar sein. Verstärkte Bemühungen um eine größere Integration und regulatorische Konvergenz mit den USA und der EU sollten auf der politischen Agenda höchste Priorität genießen.

Die Globalisierungsoffensive chinesischer Finanzinstitute geht mit einer zweiten Welle chinesischer Investitionen im Ausland einher. Obwohl die wachsende Internationalisierung chinesischer Finanzinstitutionen kein völlig neues Phänomen ist, haben sich die Aktivitäten seit 2006 doch deutlich verstärkt. Auf kurze Sicht dürften die Ertrags- und Gewinnaussichten chinesischer Banken für 2009 und 2010 sowie regulatorische Überlegungen ihre globale Expansion einschränken. Auf mittlere und längere Sicht wird viel davon abhängen, wie das Weltwirtschaftssystem aus der Finanzkrise hervorgehen wird.

China ist als Staat ein globaler Investor auf Wachstumskurs. Durch seine Teilnahme an multilateralen Initiativen in jüngster Vergangenheit hat China die Akzeptanz staatlicher Investitionen gefördert. Während die Industriestaaten weiterhin für liberale Investitionsbedingungen sorgen müssen, steht China noch am Anfang seiner Öffnung für ausländische Investitionen.

www.  
dbresearch.de

### Autoren

Syetarn Hansakul  
+65 6423-8057  
syetarn.hansakul@db.com

Steffen Dyck  
+49 69 910-31753  
steffen.dyck@db.com

Steffen Kern  
+49 69 910-31889  
steffen.kern@db.com

### Editor

Steffen Kern

### Publikationsassistenz

Sabine Kaiser

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

### DB Research Management

Norbert Walter



## Vorwort

*Die Finanzkrise hat die Bankenwelt ins Wanken gebracht. Sobald sich die Wogen glätten, wird sich zwangsläufig die Frage stellen, wer die Finanzmärkte in den nächsten Jahren prägen wird. China wird angesichts seiner Größe und seines Anteils an der Weltwirtschaft sowie seiner seit Jahrzehnten zielstrebig verfolgten Wirtschaftsreformen häufig als einer der Hauptakteure bezeichnet.*

*Ob das Land diesen Erwartungen gerecht werden kann, hängt vor allem davon ab, wie stark sich die aktuelle Krise auf China auswirken wird, wie es die Turbulenzen meistern kann und wie seine Märkte und Regulierungsbehörden auf die jüngsten Erfahrungen reagieren. Diese Fragen und die Zukunftsaussichten Chinas wollen wir in dieser Publikation in verschiedenen Beiträgen untersuchen.*

*Zunächst wenden wir uns der aktuellen Struktur und jüngsten Entwicklungen an den chinesischen Finanzmärkten zu und geben eine Einschätzung ihres derzeitigen und künftigen Potenzials. Anschließend nehmen wir den aktuellen Zustand des chinesischen Bankensektors und die Auswirkungen der aktuellen weltweiten Finanzkrise kritisch unter die Lupe. Es folgt eine Einschätzung der Integration Chinas in die globalen Finanzmärkte, die Öffnung chinesischer Märkte sowie Fortschritte und Perspektiven einer regulatorischen Liberalisierung. Abschließend betrachten wir die globalen Aktivitäten chinesischer Finanzinvestoren: Chinesische Finanzinstitute, die im Ausland aktiv werden, sowie Chinas Rolle als globaler Investor.*

*Die Finanzmärkte Chinas werden sich weiterhin auf der Grundlage ihrer inländischen Dynamik und der Geschäftsmöglichkeiten im Ausland entwickeln. Es ist klar, dass China neben seinem Potenzial, an den Weltfinanzmärkten eine entscheidende Rolle zu spielen, globale Ambitionen hat, und das Land hat bei deren Umsetzung in den letzten Jahren Fortschritte gemacht. Die Reise hat gerade erst begonnen, und es gilt, manche Klippe zu umschiffen. Bei einem weiteren Aufstieg Chinas wird sein Engagement und Einfluss auf der internationalen Bühne entsprechend wachsen.*

Syetarn Hansakul

Steffen Dyck

Steffen Kern

## Inhaltsübersicht

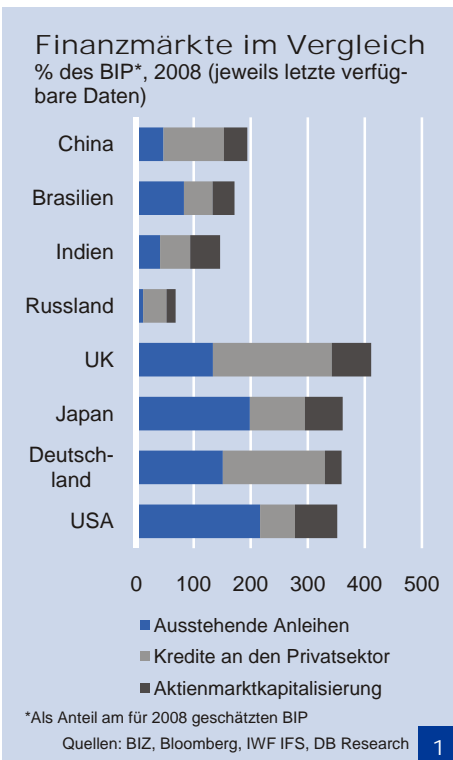
**Seite**

Chinas Kapitalmärkte – Struktur und Marktentwicklung.....	5
Chinas Bankensektor – der Abschwung als Testfall.....	13
China und die globalen Finanzmärkte – viel Wachstum, wenig Integration.....	19
Die Öffnung chinesischer Finanzmärkte – Fortschritte und Perspektiven einer regulatorischen Liberalisierung .....	25
Die Internationalisierung chinesischer Finanzinstitutionen.....	35
Der chinesische Staat – ein globaler Investor .....	40

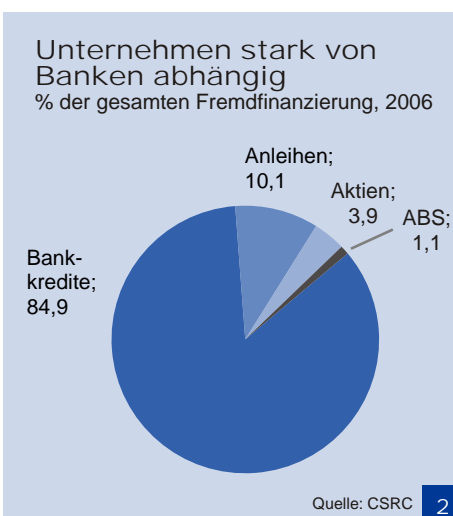
## Chinas Kapitalmärkte – Struktur und Marktentwicklung

Die Entwicklung der Kapitalmärkte Chinas seit 1978 lässt sich in drei Phasen gliedern.<sup>1</sup> Zwischen Anfang 1978 und 1992 fanden umfassende Wirtschaftsreformen statt, in deren Verlauf Kapitalmärkte als Reaktion auf den beginnenden Gründungsprozess chinesischer Unternehmen entstanden, nachdem die Einführung der „Politik der offenen Tür“ eine Privatisierung ermöglicht hatte. In der zweiten Phase (1993-1998) verlagerte sich der Schwerpunkt auf eine Stärkung der Kapitalmärkte, für die ein institutioneller sowie regulatorischer Rahmen geschaffen werden musste. Die Konsolidierung der Kapitalmarktaufsicht führte zur Gründung der China Securities Regulatory Commission (chinesische Wertpapieraufsichtskommission, CSRC) in ihrer heutigen Form. Regionale Pilotprogramme wurden landesweit ausgedehnt. Die Verabschiedung des Wertpapiergesetzes (Securities Law) markierte einen Meilenstein in der dritten Phase von 1999 bis 2007, die zu einer Formalisierung und Stärkung des rechtlichen Status der Kapitalmärkte Chinas führte. Der Schwerpunkt lag auf einer Präzisierung des rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Systems, um einen transparenteren und effizienteren Markt zu schaffen. Konzepte wie Corporate Governance und Marktdisziplin wurden eingeführt. Darüber hinaus wurden verschiedene Reformen umgesetzt, um die weitere Entwicklung nationaler Kapitalmärkte sowie die Produktdiversifizierung voranzutreiben.

Trotz wesentlicher Fortschritte und richtungsweisender Reformen gibt es in einigen Bereichen noch viel zu tun. Dazu gehören unter anderem Corporate Governance sowie Kapitalmarktinfrastuktur und Rating-Agenturen. Damit die Finanzmärkte Chinas wirklich in der Weltliga mitspielen können, müssen sie freier, transparenter und regelbasierter werden. Nicht nur der Anteil institutioneller Investoren, besonders am Aktienmarkt, muss erhöht, sondern vor allem das allgemeine Verständnis für Finanzthemen sollte verbessert werden. Nach einer erfolgreichen Umsetzung dieser Reformen werden die Finanzmärkte Chinas besser in der Lage sein, die Bedürfnisse von Investoren sowohl bei der Kapitalanlage als auch der Kapitalbeschaffung zu erfüllen und somit das langfristige Wachstum Chinas effizienter zu unterstützen.



1



2

### Struktur der Kapitalmärkte Chinas

Im Vergleich zu den Industrieländern sind die Finanzmärkte Chinas im Verhältnis zum nominalen BIP (siehe Grafik 1) nach wie vor relativ klein. Bankkredite an den privaten Sektor stellen den Löwenanteil – nicht zuletzt aufgrund des kürzlichen Einbruchs am Aktienmarkt. Im Vergleich zu den übrigen BRIC-Ländern führt China allerdings.

Der relativ hohe Anteil von Krediten an den Privatsektor zeigt, dass die chinesische Wirtschaft weiterhin stark von der Finanzierung durch Banken abhängig ist. Bankkredite machen über 80% aller Finanzierungen des Nicht-Finanzsektors aus, während Aktien- und Anleiheemissionen eine untergeordnete Rolle spielen (siehe Grafik 2). Abgesehen von der Konzentration finanzieller Risiken im Bankensystem<sup>2</sup> ist dies ein Zeichen für die fehlende Reife der Kapitalmärkte.

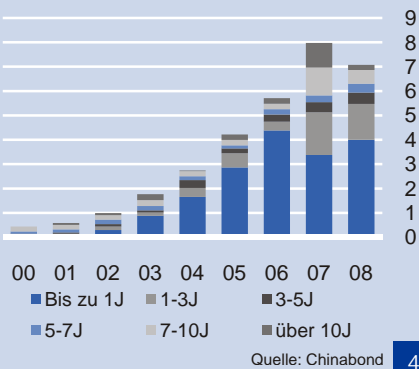
<sup>1</sup> Siehe CSRC (2008). China Capital Markets Development Report. China Securities Regulatory Commission. März 2008.

<sup>2</sup> People's Bank of China (2008a). Financial Stability Report 2007. März 2008, S. 28.

### Kurze Geschichte des chinesischen Rentenmarkts

Während eine Art anleiheähnlicher Finanzinstrumente bis in die Zeit der Frühjahrs- und Herbstannalen und der Streitenden Reiche (770 bis 256 v. Chr.) zurückverfolgt werden kann, verbreiteten sich Anleihen im heutigen Sinn während des späten 19./frühen 20. Jahrhunderts zur Finanzierung von Staatsausgaben und großen Infrastrukturprojekten stärker. Nach ihrem Verschwinden infolge der Gründung der Volksrepublik China im Jahr 1949 wurde der Anleihemarkt Anfang der 1980er Jahre neu belebt, als Wirtschaftsreformen in Gang gesetzt wurden und Unternehmen ihre Finanzquellen diversifizieren mussten. Im Juli 1981 wurden erneut Staatsanleihen begeben, und ab 1982 tauchten auch wieder Unternehmensanleihen auf. 1993 begann eine Welle von Zahlungsausfällen, die zu einem Rückgang der Unternehmensemissionen führte. Ab 1984 wurden Finanzanleihen zu einem üblichen Finanzinstrument für Banken. Ab April 1988 wurde der Handel mit Staatsanleihen durch Endanleger in sieben Städten gestattet und hatte sich bis zum Jahresende über das gesamte Land verbreitet. 1997 wurde von der chinesischen Zentralbank PBC der Interbankenmarkt eingerichtet – der nur chinesischen institutionellen Investoren offenstand. Nach 2000 wurde die Basis der Marktteilnehmer auch auf chinesische Nicht-Finanzunternehmen ausgedehnt. Internationale Institutionen erhielten auch die Erlaubnis, so genannte Panda-Anleihen zu begeben (in Renminbi denominated Anleihen). Im Börsenhandel wurde 2002 der Handel in festverzinslichen Werten zum Nettopreis eingeführt. In den folgenden Jahren gab es eine Reihe neuer Produkte, einschließlich forderungsgesicherter Wertpapiere (ABS) von Nicht-Finanzunternehmen. 2002 wurde zur Bedienung von Endanlegern und KMUs auch der außerbörsliche Handel (OTC) eingeführt.

### Stabile Laufzeitstruktur CNY Bill.

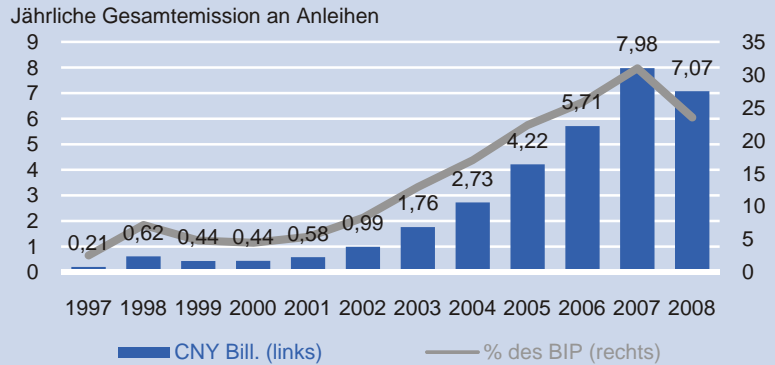


## Rentenmarkt

### Marktstruktur

Trotz des Anstiegs des Gesamtemissionsvolumens seit Anfang 2000 bis Ende 2007 von unter CNY 1 Billion auf CNY 8 Billionen ist der chinesische Anleihemarkt besonders im Vergleich zu denen der Industrieländer nach wie vor relativ klein. Emissionen des öffentlichen Sektors beherrschen das Bild. Anleihen der chinesischen Zentralbank (People's Bank of China, PBC) und Staatsanleihen machten 2007 beinahe 80% und bis September 2008 über 75% der Gesamtemission aus. In den Bereichen „Finanzanleihen“ und „Unternehmensanleihen“ spielen dem Staat verbundene Unternehmen die größte Rolle. Anleihen der Policy Banks<sup>3</sup> machen über 90% der Gesamtemission von Finanzanleihen aus. Demnach stellen Anleihen der Geschäftsbanken lediglich 10% des Gesamtemissionsvolumens von Finanzhilfen dar. Bei den Unternehmensanleihen entfallen bis September 2008 über 70% der Gesamtemission auf staats-eigene Unternehmen (SOEs), ihr Anteil bleibt somit gegenüber 2007 unverändert.

### Starkes Wachstum bis 2008

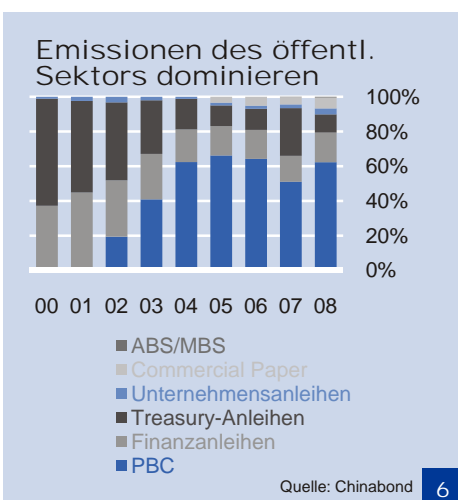
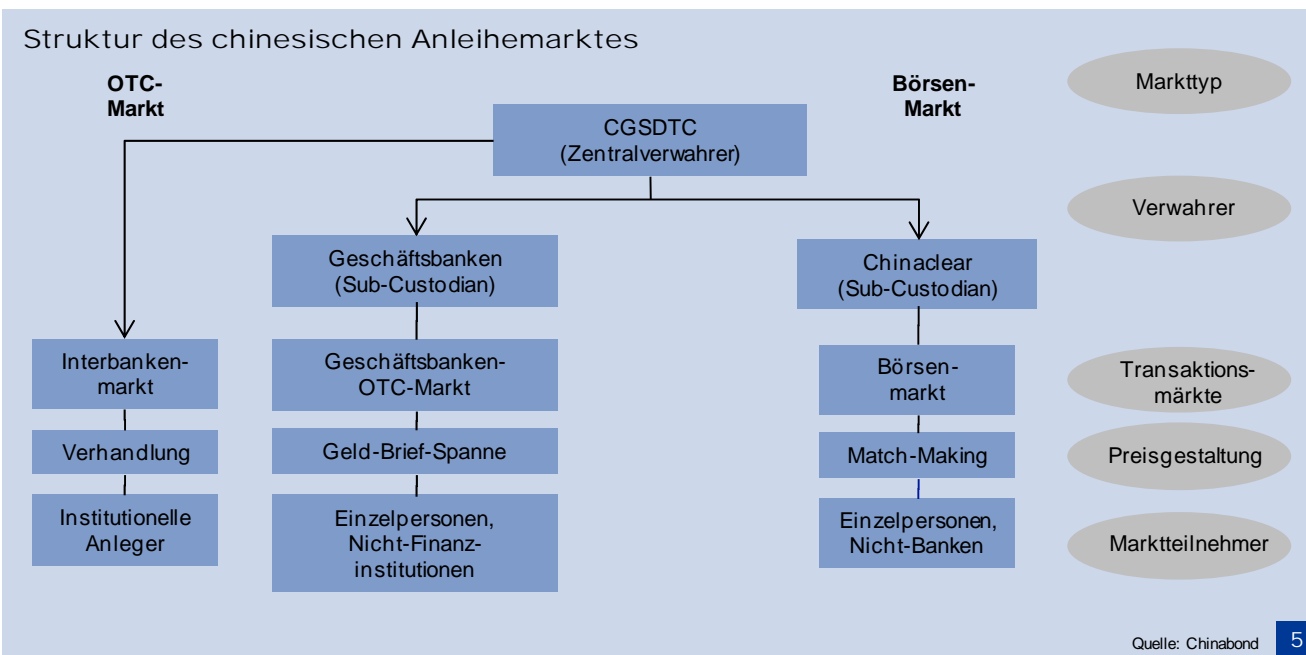


Der höhere Anteil von Staatsanleihen in 2007 ist der Emission so genannter „Special T-Bonds“ zuzuschreiben, die zum Erwerb von Devisen im Wert von USD 200 Mrd. zur Kapitalausstattung der China Investment Company (CIC) verwendet wurden.<sup>4</sup> Frequenz und Umfang der PBC-Anleiheemissionen nahmen ebenfalls ab 2007 infolge einer strafferen Geldpolitik wieder zu. Nach der erneuten Kursänderung gingen die Emissionsaktivitäten der PBC jedoch Ende 2008 zurück.

Der Anteil von Anleihen mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr ist am chinesischen Anleihemarkt traditionell hoch. Er stieg von 2002 bis 2006 von 30% auf über 75%, fiel aber 2007 wieder auf unter 45%. Allerdings stieg im selben Jahr der Anteil von Anleihen mit Laufzeiten von ein bis drei Jahren auf 22%, so dass die Zinsterminstruktur des chinesischen Anleihemarkts weiterhin das kurze Ende betont. Längerfristige Anleihen konnten 2007 Boden gutmachen, aber nach den Emissionsdaten für 2008 dürfte sich der Anleiheanteil mit Laufzeiten zwischen sieben und zehn Jahren oder über zehn Jahren wieder im einstelligen Bereich bewegen.

<sup>3</sup> Policy Banks sind die für die politisch gelenkte Kreditvergabe zuständigen Banken: China Development Bank (CDB), Export-Import Bank of China (Eximbank) und Agricultural Development Bank of China (ADBC).

<sup>4</sup> China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd (2008). China Bond Market Review 2007. Januar 2008, S. 21.



### Struktur der Bondinvestoren

% des Gesamtvolumens

	2008	2007	2006
Geschäftsbanken	57,1	59,0	64,6
davon ausländisch	0,5	0,5	0,4
Kreditkooperativen	3,1	2,7	3,6
Wertpapier-, Fondsgesellschaften, andere Nicht-Bank-FI	7,5	4,3	8,8
Versicherungen	11,3	9,4	10,3
Börsen	3,1	3,9	6,2
Sonstige (einschl. Spezialmitglieder, Nicht-FI, Einzelpersonen)	17,8	20,7	6,5

**Quellen:** Chinabond, DB Research 7

Der chinesische Anleihemarkt besteht aus zwei Segmenten: dem OTC-Handel, der sich in den Interbankenmarkt und den OTC-Markt der Geschäftsbanken unterteilen lässt, und dem so genannten börsenbasierten Handel (siehe Grafik 5). Der OTC-Markt macht über 97% des gesamten Transaktionsvolumens aus, dominiert vom Interbankenhandel, gefolgt vom Börsenhandel in Shanghai und Shenzhen (2,7%). Die China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd. (CGSDTC) übernimmt die Funktion einer zentralen Depot- und Settlementstelle für alle Marktsegmente, wobei Geschäftsbanken und Chinaclear<sup>5</sup> als untergeordnete Verwahrer am OTC-Markt bzw. der Börse fungieren.

#### Liquidität und Handel

Die Marktliquidität, gemessen an der Umschlaghäufigkeit (Handelsvolumen geteilt durch den Wert der ausstehenden Anleihen), ist für Unternehmensanleihen höher als für Staatsanleihen – China bildet damit unter den asiatischen Schwellenländern eine Ausnahme.<sup>6</sup> Ausgehend von der Geld-Brief-Spanne scheint die Liquidität jedoch bei Staatsanleihen (d.h. Treasury Bonds) wesentlich höher zu sein. Dies dürfte mit der dominanten Position von Treasury Bonds im Emissions- und Umlaufvolumen zusammenhängen, was sich wiederum in wesentlich höheren Handelsvolumina für Staatsanleihen niederschlägt (etwa acht Mal so hoch wie das Handelsvolumen von Unternehmensanleihen).

#### Marktteilnehmer

Chinesische Geschäftsbanken sind mit einem Anteil von fast 60% am gesamten Umlaufvolumen die wichtigsten Akteure am lokalen Anleihemarkt (siehe Tabelle 7). 2006 lag ihr Anteil jedoch noch bei etwa 65% und ist somit gesunken, während der Anteil von Versicherungsunternehmen und anderen Marktteilnehmern deutlich gestie-

<sup>5</sup> Die 2001 gegründete Chinaclear (oder China Securities Depository and Clearing Corp. Ltd.) ist für die Abwicklung von Wertpapiertransaktionen zuständig und übernimmt die Rolle des Zentralverwahrers für die chinesischen Börsen, vergleichbar mit Clearstream in Deutschland. Die Börsen von Shanghai und Shenzhen halten einen Anteil von je 50% an dem Unternehmen, das unter der Aufsicht der CSRC steht.

<sup>6</sup> ADB (2008). Asia Bond Monitor 2008, November 2008.

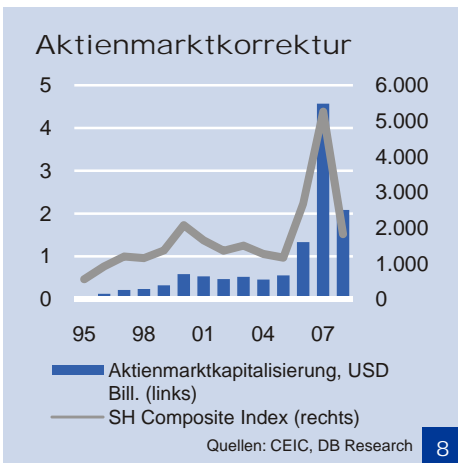
gen ist. Diese Tendenz ist den ausdrücklichen Bestrebungen der CSRC zuzuschreiben, die Anlegerbasis zu verbreitern und den Anleihemarkt zu einer Alternative für institutionelle Investoren zu machen. Auch die Nachfrage nach Lebensversicherungsprodukten dürfte, wenn auch langsam, gestiegen sein. Die laufende Reform des Sozialversicherungssystems wird gemeinsam mit einem wachsenden Kenntnisstand und Bewusstsein der Marktteilnehmer dazu beitragen, den Anteil institutioneller Investoren wie Versicherungsgesellschaften zu erhöhen.

### Aktienmarkt

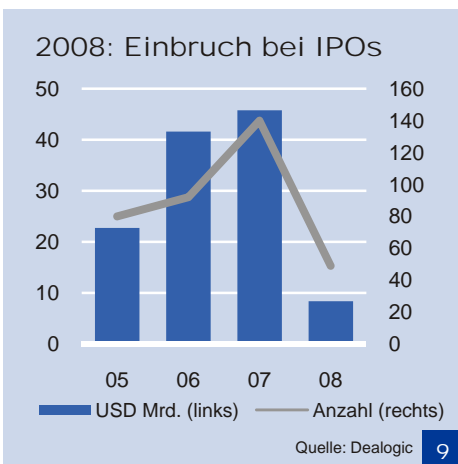
China betreibt zwei Börsenplätze: Shanghai und Shenzhen. Zu den dort gehandelten Finanzinstrumenten gehören Aktien (A-Aktien und B-Aktien), Wandelanleihen, Bezugsrechte, geschlossene Investmentfonds, ETFs, Unternehmens- und Staatsanleihen und Repos. Abgesehen von den B-Aktien sind alle Finanzinstrumente in Landeswährung denominated.

Von Mitte bis Ende der 1990er Jahre erlebte der chinesische Aktienmarkt eine erste starke Wachstumsphase: Innerhalb von fünf Jahren kletterte der Wert des Shanghai Composite Index beinahe auf das Vierfache. In den fünf darauffolgenden Jahren verlor der Index jedoch beinahe die Hälfte seines Werts. Ab 2006 erlebten die chinesischen Aktienmärkte einen kometenhaften Aufstieg: Sowohl 2006 als auch 2007 verdoppelte sich der Shanghai Composite Index (siehe Grafik 8). 2007 erreichte die Marktkapitalisierung der beiden Börsenplätze Shanghai und Shenzhen zusammen beinahe 140% des BIP, so dass der chinesische Aktienmarkt in Asien nach Japan den zweiten Rang einnahm. Das tägliche Handelsvolumen betrug durchschnittlich USD 26 Mrd., so dass der chinesische Aktienmarkt zu einem der am aktivsten gehandelten<sup>7</sup> Märkten weltweit wurde. Nach der Korrektur an den Aktienmärkten im Oktober 2007 fiel die Marktkapitalisierung jedoch auf etwa 50% des nominalen BIP (Stand: Ende 2008).<sup>8</sup> Auch die Handelsaktivitäten gingen auf durchschnittlich USD 17 Mrd. täglich zurück.

Aufstieg und Fall des chinesischen Aktienmarkts spiegelt sich auch in den IPO-Zahlen wider. Sowohl das beschaffte Kapital als auch die Zahl der Börsengänge stieg von 2005 bis 2007 stark an. Ende November 2008 waren sie wieder unter das Niveau von 2005 gesunken (siehe Grafik 9).



8



9

<sup>7</sup> Weltbank (2008). China Quarterly Update. Februar 2008, S. 17.  
<sup>8</sup> Yao, Shujie und Dan Luo (2008). Chinese Stock Market Bubble: Inevitable or Incidental? The University of Nottingham China Policy Institute. Briefing Series No 41, August 2008.

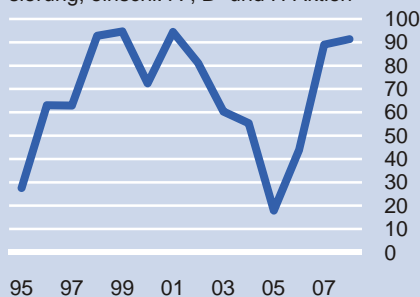
Chinas Börsen im Überblick

	Börse Shanghai		Börse Shenzhen		Gesamt	
	Ende 2008	Ende 2007	Ende 2008	Ende 2007	Ende 2008	Ende 2007
Börsennotierte Unternehmen	864	860	740	670	1.604	1.530
Marktkapitalisierung (CNY Mrd.)	9.725,2	26.983,9	2.411,5	5.730,2	12.136,6	32.714,1
A-Aktien	9.687,5	26.849,7	2.369,1	5.609,0	12.056,7	32.458,8
B-Aktien	37,7	134,2	42,3	121,2	80,0	255,3
Durchschn. Tagesumsatz (CNY Mrd.)	1.572,5	1.973,5	786,3	933,5	2.358,8	2.907,0
A-Aktien	1.568,0	1.960,8	782,5	925,8	2.350,5	2.886,6
B-Aktien	4,6	12,7	3,8	7,7	8,4	20,4

Quellen: Börse Shanghai, Börse Shenzhen, CEIC

10

Bedeutung von A-Aktien bei der Kapitalbeschaffung  
% der gesamten Aktienmarktkapitalisierung, einschl. A-, B- und H-Aktien



Quellen: CSRC, CEIC

11

**A- und B-Aktien**

Es gibt verschiedene Arten von Aktien, wobei die so genannten A-Aktien und B-Aktien die größte Rolle spielen (siehe Tabelle 10). Beide Aktien werden von Unternehmen mit Sitz in der Volksrepublik China begeben, wobei der wichtigste Unterschied darin besteht, wer sie handeln darf. Chinesische Staatsbürger und ausländische institutionelle Investoren, die im Rahmen des Qualified Foreign Institutional Investor-Programms (QFII) anerkannt sind, dürfen in Renminbi denominated A-Aktien kaufen und verkaufen. B-Aktien, die in USD oder HKD denominated sind, waren ursprünglich nur für ausländische Investoren gedacht, seit März 2001 dürfen sie aber auch von chinesischen Anlegern gehandelt werden.

Ausgehend von den Zahlen für die Gesamtkapitalbeschaffung sind jedoch A-Aktien das weitaus wichtigste Segment am chinesischen Aktienmarkt (siehe Grafik 11), und seit Anfang 2000 tendiert das über B-Aktien aufgebrachte Kapital gegen Null. Der Rückgang der Kapitalaufnahme über A-Aktien in der Zeit von 2003 bis 2006 ist auf den starken Anstieg der Kapitalbeschaffung über die Emission von H-Aktien zurückzuführen.

Der Markt für B-Aktien wurde aufgrund der enormen Abschläge gegenüber A-Aktien im letzten Jahrzehnt kaum beachtet. Daneben hat der Markt für B-Aktien offensichtlich auch seine Funktion verloren, da er ursprünglich in einem begrenzten Rahmen ausländische Investitionen anziehen sollte, die jetzt auch über das QFII-Programm möglich sind. Die Liquidität war in den letzten Jahren stark eingeschränkt, und eine mögliche Fusion von A- und B-Aktien verstärkt die schwache Entwicklung letzterer zusätzlich. Allerdings behindert die nach wie vor eingeschränkte Konvertibilität des Renminbi diese Fusion.

**Derivate an Chinas Finanzmärkten**

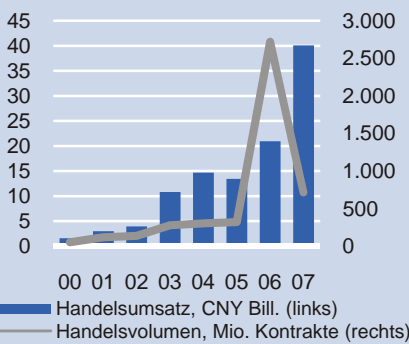
Die chinesische Regierung war und ist vorsichtig bei der Liberalisierung derivativer Finanzprodukte. Erste Experimente mit Terminmarktbörsen, angefangen mit Getreideterminingeschäften und Metallfutures, reichen in die frühen 1990er Jahre zurück. Futures auf Treasury Bonds wurden im Dezember 1992 eingeführt, und an beiden Märkten kam es zu chaotischen Entwicklungen, die ab Mitte der 1990er Jahre zu einer stärkeren Regulierung führten. Prinzipiell wurden Derivate in ausgewählten Marktsegmenten, vor allem Rohstofffutures, zugelassen. Auch hier entwickelte sich im letzten Jahrzehnt ein lebhafter Markt mit einem Umsatz von über RMB 40 Billionen (USD 5,8 Billionen/EUR 4 Billionen) 2007. Aktienmarktindex-Futures sind noch nicht verfügbar, da die Genehmigung durch die CSRL noch aussteht.

**Die Buchstabensuppe des chinesischen Aktienmarkts**

Name	Währung	Beschreibung
A-Aktien	CNY	Unternehmen mit Sitz in China Handel in Shanghai und Shenzhen Größte Kategorie chinesischer Aktien Investoren: Chinesische Staatsangehörige und ausländische institutionelle Investoren (als QFII)
B-Aktien	USD/HKD	Unternehmen mit Sitz in China Handel in Shanghai (USD) und Shenzhen (HKD) Investoren: Bis März 2001 ausschließlich ausländische Investoren, jetzt auch chinesische Endanleger
H-Aktien	HKD	Unternehmen mit Sitz in China Handel in Hongkong
N-Aktien	USD	Unternehmen mit Sitz in China, Börsennotierung und Handel an der New Yorker Börse
L-Aktien	GBP	Unternehmen mit Sitz in China, Börsennotierung und Handel an der Londoner Börse
Red Chips	HKD	Chinesische Unternehmen mit Sitz außerhalb Chinas, Börsennotierung in Hongkong Häufig staatliche oder vom Staat kontrollierte Unternehmen
S-Aktien	SGD	Wie H-Aktien; jedoch in Singapur gehandelt

12

**Dynamisches Wachstum am chinesischen Futuresmarkt**



Quelle: PBC 13

**Schrittweise Abschaffung nicht-handelbarer Aktien**

Daneben gibt es innerhalb der Kategorie der A-Aktien eine Unterscheidung zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Aktien, die noch aus den Anfangsjahren des chinesischen Aktienmarkts stammt. Vor April 2005 war nur etwa 1/3 der Aktien börsennotierter Unternehmen handelbar. Die restlichen 2/3 wurden nicht frei am Markt platziert, sondern waren im Besitz der Regierung<sup>9</sup> oder staatlicher Unternehmen. Mit Hilfe einer im April 2005 eingeleiteten Reform sollte der Unterschied zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Aktien eliminiert, aber gleichzeitig Marktstörungen durch das enorme „neue“ Angebot am Markt vermieden werden. Eine angemessene Kompensation war daher ein Schlüsselement der Reform, und in der Regel entschädigten die Inhaber nicht-handelbarer Aktien die Inhaber handelbarer Aktien dadurch, dass sie einen Teil ihrer Aktien zu einem im gegenseitigen Einvernehmen festgelegten Preis abgaben.<sup>10</sup> Bis Ende 2007 hatten 1.300 börsennotierte Unternehmen – 98% der gesamten Marktkapitalisierung – diesen Reformprozess entweder eingeleitet oder bereits beendet.<sup>11</sup>

Die Anzahl der sogenannten „free float“-Aktien – d.h. Aktien, die auf dem Sekundärmarkt frei gehandelt werden können und keinen Sperrklauseln unterliegen – bleibt jedoch niedrig. Ende 2007 waren weniger als 30% aller umlaufenden Aktien nicht in festem Besitz.

<sup>9</sup> KPMG (2007), S. 4.

<sup>10</sup> CSRC (2008). China Capital Markets Development Report. China Securities Regulatory Commission. März 2008, S. 205f.

<sup>11</sup> Ibid., S. 208.

**QFII**

Das „Qualified Foreign Institutional Investor-Programm (QFII)“ wurde 2002 eingeführt, um ausländische institutionelle Investoren an den lokalen Aktien- und Anleihemärkten zu deren Stabilisierung zuzulassen. Ende 2007 hielten 52 ausländische Unternehmen eine QFII-Lizenz, von denen 49 eine Quote von insgesamt USD 9,995 Mrd. zugeteilt wurde. Fünf der 13 als QFII-Depotstellen zugelassenen Banken sind ausländische Banken. QFII dürfen in A-Aktien, Anleihen und andere von der CSRC genehmigte Finanzinstrumente investieren. Die Auswahlkriterien werden von der CSRC erstellt und schließen die folgenden Anforderungen ein:

Typ	Bestehen seit, Jahre	Eingezahltes Kapital, USD Mrd.	AuM, USD Mrd.
Fondsmanager	> 5	-	≥ 1
Versicherungen	> 30	≥ 1	≥ 10
Wertpapiergesellschaften	> 30	≥ 1	≥ 10
Geschäftsbanken	-	Nach der Bilanzsumme unter den 100 Top-Banken, weltweit	≥ 1

Quelle: [www.fund.cn.org](http://www.fund.cn.org) 14**QDII**

Das „Qualified Domestic Institutional Investor-Programm (QDII)“ wurde Mitte 2006 eingeführt, um ausgewählten chinesischen institutionellen Investoren die Möglichkeit zu eröffnen, in internationale, in Fremdwährung denominierte Wertpapiere (festverzinsliche Wertpapiere, Aktien, Derivate) zu investieren. Dieses Programm verfolgte hauptsächlich zwei Ziele: 1) die im Inland vorhandene enorme Liquidität ins Ausland zu leiten und 2) den aufgrund wachsender Devisenreserven auf der chinesischen Währung lastenden Aufwertungsdruck abzumildern. Ende 2007 hatten 15 Fondsmanagementgesellschaften und 5 Wertpapierfirmen QDII-Status mit einer Gesamtquote von USD 24,5 Mrd.

**Marktteilnehmer**

2006 war die Anlegerstruktur an den chinesischen Aktienmärkten laut chinesischer Zentralbank<sup>12</sup> „noch nicht wie gewünscht“, da institutionelle Investoren nur 30% der Marktkapitalisierung abdeckten. Ende 2007 hatten Privatanleger noch einen Anteil von über 50%.<sup>13</sup> Institutionelle Investoren spielen allgemein eine wichtige Rolle bei der Entwicklung von Kapitalmärkten, da sie dazu beitragen können, aufgrund der Risikodiversifizierung und des großen Volumens Ersparnisse mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont und einem geringeren Risiko für Investoren in die Kapitalmärkte zu lenken. Daneben können sie auch Produktinnovationen unterstützen und die Markt- und Preisgestaltungstransparenz verbessern.<sup>14</sup>

Am chinesischen Aktienmarkt herrscht eine völlig andere Struktur institutioneller Investoren als an weiter entwickelten Märkten. Ende 2007 hielten in China Investmentfonds 52,7% aller Anlagen institutioneller Investoren, gefolgt von Pensionsfonds mit einem Anteil von rund 40%. Der Anteil letzterer ist in Japan oder Korea weitaus höher, während in den USA Versicherungsgesellschaften eine sehr viel größere Rolle spielen.<sup>15</sup> Investmentfonds verfügen nur über ein eingeschränktes Produktangebot sowie schwaches Innovationspotenzial. Die Beteiligung von Versicherungsunternehmen und Sozialversicherungsfonds ist ebenfalls aufgrund des noch nicht sehr weit entwickelten kapitalgedeckten Sozialversicherungssystems sehr niedrig. Da es in China kaum einheimische Private Equity-Fonds gibt, beherrschen ausländische Akteure dieses Marktsegment in China. Und nicht zuletzt behindert der komplizierte regulatorische Rahmen für gemeinsame Kapitalanlagen durch höhere Kosten und Effizienzverluste die stärkere Einbindung institutioneller Investoren. Zur Zeit sind drei Organisationen in China für die Regulierung gemeinsamer Kapitalanlagen zuständig – CSRC, CBRC und CIRC.

Dieser große Anteil an Privatanlegern und der entsprechende Mangel an institutionellen Investoren werden allgemein als Problem erkannt. Kleinanleger werden häufig mit höherer Volatilität in Verbindung gebracht, da sie eher zu Herdenverhalten neigen und sich stärker von Gefühlen leiten lassen. Es gibt jedoch auch Stimmen, dass der Anteil von Kleinanlegern im eigentlichen Sinne in China niedriger ist als die Zahl der privaten Börsenhandelskonten vermuten lässt, da eng mit dem Staat verbundene Organisationen – wie Militär, Polizei, Kommunen, Staatsbetriebe (SOEs) und private Fonds derartige Konten eröffneten, um am Aktienmarktboom teilzuhaben.<sup>16</sup> Daneben dürfte im Fall Chinas die relativ geringe Erfahrung von Händlern und institutionellen Investoren auch zum Entstehen der Aktienblase und zu erhöhter Volatilität beigetragen haben. Daher würde ein höherer Anteil institutioneller Investoren allein nicht ausreichen – wünschenswert wäre vor allem auch ein besseres Verständnis für das Funktionieren von Finanzmärkten.

<sup>12</sup> People's Bank of China (2008a). Financial Stability Report 2007. März 2008, S. 44.

<sup>13</sup> People's Bank of China (2008b). Financial Stability Report 2008. Juli 2008, S. 43.

<sup>14</sup> Kim, Yongbeom, Irene Hi und Mark St Giles (2003). Developing institutional investors in the People's Republic of China. World Bank Country Study Paper. September 2003, S. 3ff.

<sup>15</sup> CSRC (2008). China Capital Markets Development Report. China Securities Regulatory Commission. März 2008, S. 273.

<sup>16</sup> China's Illusory Retail Investor Class. In BusinessWeek. 7. Juni 2007. Online: [http://www.businessweek.com/globalbiz/content/jun2007/gb20070607\\_471221.htm?campaign\\_id=rss\\_as](http://www.businessweek.com/globalbiz/content/jun2007/gb20070607_471221.htm?campaign_id=rss_as)

### **Einschätzung jüngster Entwicklungen und Ausblick**

**Trotz großer Fortschritte...**

Seit Beginn der Wirtschaftsreformen Anfang der 1980er Jahre wurden auch bei der Entwicklung der chinesischen Kapitalmärkte große Fortschritte gemacht. Reformen des Systems von handelbaren und nicht-handelbaren Aktien sowie des Emissionsprozesses wurden entweder bereits vollzogen oder befinden sich im fortgeschrittenen Stadium.

**... sind die Märkte nach wie vor klein, ...**

Aber im Vergleich zu den Märkten der Industriestaaten sowie anderer Schwellenländer sind die chinesischen Kapitalmärkte nach wie vor klein. Besonders der Markt für Unternehmensanleihen hinkt hinterher – und versperrt so Unternehmen eine wichtige Finanzierungsquelle. Nur eine einheitliche Regulierung und Aufsicht können die Entwicklung dieses Marktsegments beschleunigen.<sup>17</sup> Daneben müssen Handelsplattformen und Clearingsysteme vereinheitlicht werden, um zusätzliche Kosten für Investoren zu reduzieren und Produktinnovationen in allen Marktsegmenten zu fördern.<sup>18</sup>

**... bleiben Marktsegmente unausgewogen und fehlen institutionelle Investoren**

Darüber hinaus sind die Segmente des Anleihemarktes unausgewogen und fragmentiert, und am Aktienmarkt fehlen institutionelle Investoren. Der hohe Anteil von Kleininvestoren mit häufigen Umschichtungen gefährdet die Marktstabilität. Auch die am chinesischen Markt aktiven institutionellen Investoren scheinen kurzfristige Investitionsgewinne einer langfristigen Anlage vorzuziehen. Daher ist es unabdingbar, sowohl die Rolle institutioneller Investoren zu stärken als auch ein allgemeines Programm zur Schulung von Investoren aufzulegen. Daneben ist das Produktangebot von Investmentfondsgesellschaften begrenzt. Diese Schwächen sprechen für weiterhin konzentrierte Bemühungen um institutionelle und aufsichtsrechtliche Reformen sowie eine höhere Beteiligung ausländischer institutioneller Investoren an den chinesischen Märkten.

**Aufsichtsbehörden erkennen Herausforderungen und werden schrittweise Reformen fortsetzen**

Die für die Regulierung und Aufsicht zuständigen Organe sind sich dieser Herausforderungen offensichtlich bewusst und haben Ziele für eine weitere Verbesserung der chinesischen Kapitalmärkte formuliert. Aber die Erwartungen sollten nicht zu hoch gesteckt werden. Der Reformprozess der chinesischen Kapitalmärkte dürfte – besonders nach den jüngsten Erfahrungen an den Finanzmärkten der Industrieländer – weiterhin nur langsam voranschreiten. Ein Blick zurück bestätigt, dass dieser vorsichtige Ansatz für China bisher richtig war und eine gute Basis für eine nachhaltige Entwicklung in der Zukunft darstellen sollte.

Steffen Dyck (+49 69 910-31753, steffen.dyck@db.com)

<sup>17</sup> China Bond Market Review 2007. China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd. Januar 2008, S. 39ff.

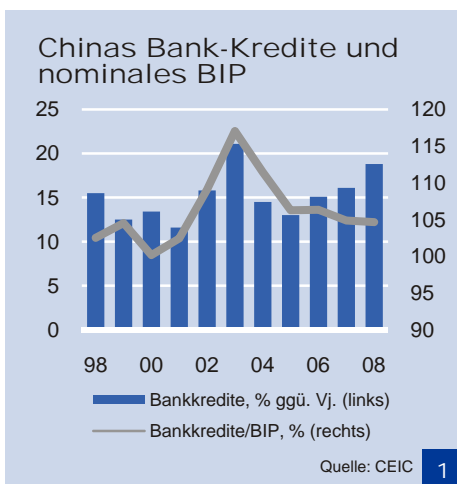
<sup>18</sup> CSRC (2008). China Capital Markets Development Report. China Securities Regulatory Commission. März 2008, S. 182.

## Chinas Bankensektor – der Abschwung als Testfall

### Grundlegende Reformen des chinesischen Bankensektors in den letzten Jahren...

#### ... führten zu besseren finanziellen Fundamentaldaten

#### Starkes Kreditwachstum als Folge aggressiver Kreditpolitik und erneuter Bilanzausweitung



#### Starkes Wachstum bei Verbraucherkrediten, besonders bei Hypothekendarlehen

### Wichtige jüngste Entwicklungen

Der chinesische Bankensektor wurde in den letzten Jahren grundlegend reformiert. Bei den wichtigsten Banken, zu denen die meisten der staatseigenen Geschäftsbanken<sup>1</sup> und die größten „Joint-Stock Bank“ (Banken in Form von Aktiengesellschaften) gehören, wurden interne Reformen durchgeführt. Dies geschah in Form von Kapital-spritzen durch den Staat oder neue Anteilseigner, Änderungen in den Eigentumsverhältnissen und der internen Struktur, teils durch ausländische strategische Partner, und Börsengänge.

Aus diesen Reformen ging der Bankensektor insgesamt gestärkt hervor und erfreut sich allgemein besserer finanzieller Fundamentaldaten. Die Kapitaladäquanzquote (Capital Adequacy Ratio, CAR) des Bankensektors lag 2007 bei 8,4% und damit knapp über dem Baselstandard von 8%. Die Zahl der Banken mit einer Kapitaladäquanzquote von mindestens 8% ist über die Jahre gestiegen; insgesamt machen diese Banken etwa 80% aller Bankaktiva aus.

Da beinahe alle großen Banken jetzt eine bessere Kapitalausstattung haben und ihre Bilanzen um die meisten notleidenden Kredite bereinigen konnten, folgten durch eine aggressive Kreditpolitik dieser Banken und eine erneute Ausweitung ihrer Bilanzen Jahre starken Kreditwachstums. Von 2000 bis 2008 nahm die Zahl ausstehender Darlehen um über 200% zu. Von Ende 2000 bis Ende 2007 wuchsen sowohl nominale Kredite als auch nominales BIP um etwa 165%. Trotz der Bemühungen um eine Einschränkung der Kreditvergabe durch Banken in den letzten Jahren belief sich das Verhältnis von Krediten zum BIP noch auf über 100%. Die jüngsten Daten zeigen, dass das Kreditvolumen Ende 2008 nach 16% Ende 2007 um beinahe 19% ggü. Vj. gewachsen war. Dies stellt einen Wendepunkt in der Kreditpolitik dar, da die chinesischen Behörden vor der Zuspitzung der globalen Finanzkrise die geldpolitischen Zügel gestrafft und die Banken aufgefordert hatten, das Kreditwachstum zu begrenzen. Als sich jedoch die chinesische Konjunktur stetig verlangsamte – mit einem BIP-Wachstum von 6,8% in Q4 gegenüber 11,2% in Q4 2007 –, schwenkte die Zentralbank auf eine aggressive Lockerung um und forderte die Banken auf, wieder mehr Kredite zu vergeben.

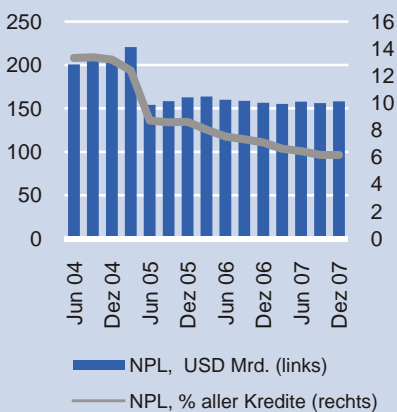
Joint-Stock Banks verhielten sich am aggressivsten. Ihr Anteil an allen Bankaktiva kletterte Ende 2007 auf 14%, so dass sie nach den staatseigenen Banken (53%) an zweiter Stelle lagen. Die Aktiva der Joint-Stock Banks wuchsen 2007 in schwindelerregendem Tempo um 33% – der Durchschnitt des Bankensektors lag bei 20% (staats-eigene Geschäftsbanken 16%). Die städtischen Geschäftsbanken, die aus den städtischen Kreditkooperativen entstanden waren, konnten 2007 ebenfalls einen starken Anstieg ihrer Aktiva um 29% verzeichnen, so dass über 6% der gesamten Bankaktiva in ihren Büchern waren.

Von den einzelnen Geschäftsbereichen verzeichneten vor allem Verbraucherkredite in den letzten Jahren ein starkes Wachstum. Ihr

<sup>1</sup> Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, Bank of Communications.

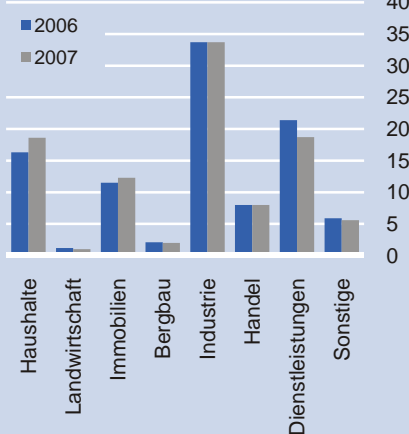
**Trotz steigenden Gewinnwachstums bleibt die Rentabilität mäßig**

Faule Kredite bleiben trotz sinkender Quote in absoluten Zahlen hoch



Quelle: CBRC **2**

Chinas Kredite nach Sektoren  
% aller Kredite



Quelle: Global Insight **3**

Anteil am Gesamtkreditvolumen lag 2007 bei schätzungsweise 20%. Über 80% der Verbraucherkredite sind Hypothekendarlehen.

Obwohl der Bankensektor in der letzten Zeit ein ansteigendes Gewinnwachstum verzeichnen konnte, verharrt die Gesamtkapitalrendite 2007 bei bescheidenen 0,9%. Einer der Faktoren, die die Rentabilität der Banken beschneiden, sind die regulierten Zinsen, die zu sehr engen Nettozinsmargen führen. Darüber hinaus stellen Nettozinsenerträge nach wie vor die wichtigste Einnahmequelle dar. Obwohl Provisionen aus Kreditkartengeschäften und Produkten der Vermögensverwaltung steigen, machen sie nur einen geringen Teil der Bankengewinne aus. Zinsunabhängige Erträge tragen schätzungsweise 20% zu den Gesamteinkünften bei.<sup>2</sup>

Der Anteil notleidender Kredite (non-performing loans, NPLs) betrug Ende 2007 6,2% – nach 16,6% in Q1 2004. Der Abwärtstrend dieser Quote ist auf die Übertragung problematischer Forderungen auf spezielle Asset Management Companies (AMCs) und ein starkes Kreditwachstum zurückzuführen, so dass die Quote zwar niedriger wird, die Zahl notleidender Kredite absolut gesehen jedoch weiterhin hoch ist. Nach einem Rückgang der Problemkredite in absoluten Zahlen seit 2004 nahmen sie in Q4 2007 wieder leicht auf CNY 1.268,4 Mrd. (USD 185,4 Mrd.) zu.

**Weitere strukturelle Änderungen angeschoben**

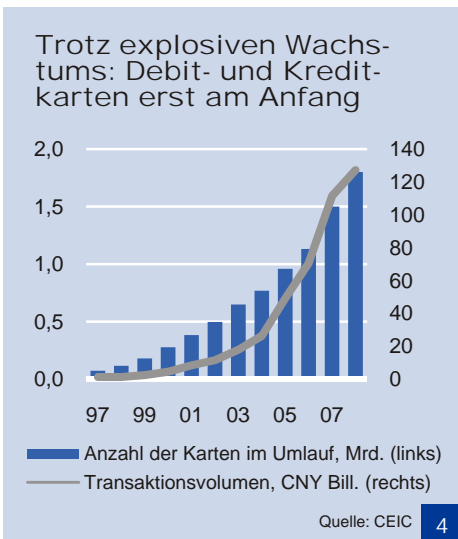
Weitere Entwicklungen wurden eingeleitet, die den chinesischen Bankensektor insgesamt verändern werden. Eine davon, die Reform der Agricultural Bank of China (ABC), muss noch abgeschlossen werden. Der erste Schritt war die Ankündigung einer Kapitalspritze der Regierung in Höhe von USD 19 Mrd. Die Reform der Agricultural Bank of China hat für die Regierung oberste Priorität. Auch wenn sich die für sie geplante Reform von den anderen drei großen Banken zu unterscheiden scheint, da die Funktion der ABC als Hauptkreditgeber für die ländliche Bevölkerung nicht geschwächt werden soll, so ist das Ziel der kommerziellen Unabhängigkeit doch dasselbe. Es gibt keinen Zeitplan für die Reform, und sie könnte aufgrund der derzeit ungünstigen Bedingungen an den Finanzmärkten weltweit erneut verschoben werden. Neben der ABC-Reform sollen Fusionen und eine Konsolidierung der Banken und Kooperativen im ländlichen Bereich zur Verbesserung der Effizienz des ländlichen Bankensektors beitragen. Die Rolle der Postal Savings Bank (PSB) bei der Kreditvergabe gegen Einlagen dürfte ausgeweitet werden, so dass sie eine größere Bedeutung in der Finanzintermediation in ländlichen Gebieten erhalten wird.

Eine weitere Reform wurde angestoßen, um die staatlich gelenkte Kreditvergabe der China Development Bank (CDB) von ihrem kommerziellen Kreditgeschäft zu trennen. Die übrigen Policy Banks, Agriculture Development Bank of China und China EXIM Bank, dürften folgen.

**Verbraucherkreditgeschäft**

Das Konsumentengeschäft ist in China noch stark ausbaufähig. Die Spareinlagen privater Haushalte sind traditionell eine billige Finanzierungsquelle für Banken, aber das Potenzial privater Haushalte als Kreditnehmer ist noch wenig erschlossen. Das Verbraucherkreditgeschäft steckt in China noch in den Kinderschuhen. Die 1,3 Milliarden Chinesen hatten Ende 2007 Sparguthaben von beinahe

<sup>2</sup> Asia Banking Outlook 2008, Moody's Global Banking Special Comment, Juni 2008.



CNY 2 Billionen. Der Anteil von Verbraucherkrediten am Gesamtkreditvolumen lag 2007 bei 20%. Hypothekendarlehen stellen mit etwa 80% der Verbraucherkredite den Löwenanteil. Andere Verbraucherkreditsegmente wie Autokredite, Debit- und Kreditkarten u.a. spielen eine untergeordnete Rolle.

Die wichtigsten Akteure im Verbraucherkreditgeschäft sind in China dank ihres umfangreichen Filialnetzes die „großen Vier“. Der Wettbewerb hat sich jedoch verschärft, da die Einkünfte aus dem Privatkundengeschäft, besonders Hypothekenprodukte, als Generator beständigerer langfristiger Einkünfte betrachtet werden, d.h. als weniger stark von der Konjunktur abhängig als Einkünfte aus dem Firmenkundengeschäft. Joint-Stock Banks konzentrieren sich stärker auf die Steigerung ihres Marktanteils bei Verbraucherkrediten.

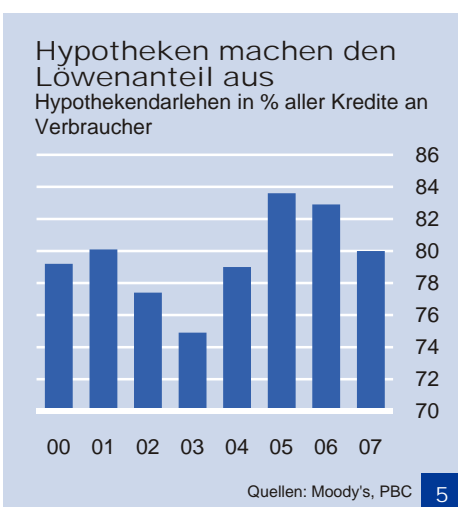
Die Einschätzung des Verbraucherkreditgeschäfts ist weiterhin schwierig. Das Credit Information Centre (CIC) fungiert unter dem Schirm der PBC als Verbraucherkreditbüro, und sein Tätigkeitsbereich wird weiter entwickelt und ausgedehnt. Bei Automobilfinanzierungen, die weniger als 3% der Verbraucherkredite ausmachen, kam es zu relativ vielen Zahlungsausfällen<sup>3</sup>, was darauf hinweist, dass Risikoeinschätzung und -management verbessert werden müssen.

Das Kreditkartengeschäft ist ein weiterer Teilbereich, dem großes Potenzial zugeschrieben wird. Ende 2007 gab es etwa 90 Millionen Kreditkarten (6,8% der Bevölkerung oder 15,2% der Stadtbevölkerung). Die Zahl der Debitkarten ist mit etwa 1,4 Milliarden Karten weitaus höher, vermutlich aufgrund des Mehrfachbesitzes von Debitkarten – dies zeigt, dass chinesische Kunden gegenüber Ausgaben auf Kredit noch zurückhaltend sind. Das Kreditkartengeschäft macht weniger als 3% der Verbraucherkredite aus.

Auch ausländische Banken beteiligen sich am Wettbewerb und schlagen hierbei Kapital aus international bekannten Namen. Viele ausländische Banken geben gemeinsam mit ihren lokalen Partnern Karten heraus, um die internationale Marke mit lokalen Kundenbeziehungen zu verknüpfen.<sup>4</sup>

Da mehr Banken um Marktanteile kämpfen, hält der Wettbewerbsdruck die Bankgebühren niedrig. Banken versuchen Kunden auch über Servicequalität zu gewinnen. Große lokale Banken genießen den Vorteil bereits bestehender Beziehungen zu großen lokalen Unternehmen und benutzen diese als Türöffner, um deren Angestellten Kartenprodukte anzubieten. Ausländische Banken konzentrieren sich andererseits stärker auf wohlhabende Kunden in den Großstädten. Das lukrativste Segment für Kartenprodukte sind junge Akademiker, die einer Kreditfinanzierung ihrer Ausgaben über Verbraucherkredite offener gegenüberstehen. Angesichts der schwachen Marktdurchdringung von Kreditkarten hat das Kartengeschäft noch enormes Potenzial.

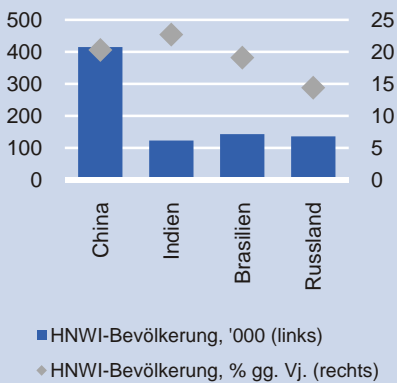
Hypothekendarlehen könnten zum neuen Massengeschäft für chinesische Banken werden. Bislang ist die Ausfallquote bei Hypothekendarlehen ähnlich wie bei den Banken in anderen Ländern niedriger als bei anderen Verbraucherkrediten. Außerdem unterstützt die Regierung nach wie vor den Erstkauf von Wohneigentum und die Käufer kleinerer Gebäude, um einen Ausgleich zu den Maßnahmen zur Abwehr von Immobilienspekulanten zu schaffen. Dies lässt in



<sup>3</sup> Global Insight Report: China (Banking) 2008.

<sup>4</sup> Nähere Einzelheiten in „China und die globalen Finanzmärkte – viel Wachstum, wenig Integration“ in dieser Publikation.

Von den BRIC-Staaten hatte China 2007 größte HNWI-Bevölkerung

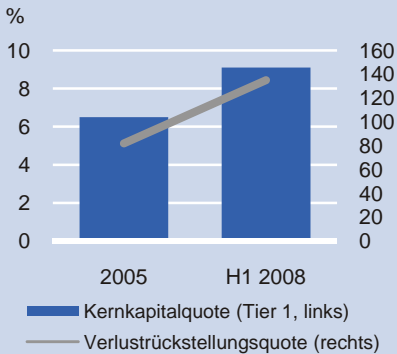


Quelle: Merrill Lynch World Wealth Report 2008

6

### Kreditnehmer vor steigenden Belastungen

Kernkapitalquoten und Verlustrückstellungen chinesischer Banken



Quelle: Fitch

7

### Risiken im Immobiliensektor ein weiterer Grund zur Sorge

Verbindung mit der langfristigen Nachfrage, die sich auf die Daten zu Bevölkerungsentwicklung und Urbanisierung stützen, nach denen bis zum Jahr 2030 weitere 350 Millionen Chinesen vom Land in die Städte ziehen werden<sup>5</sup>, den Schluss zu, dass die langfristigen Wachstumsaussichten für das Hypothekengeschäft in China trotz der sich abzeichnenden Immobilienpreiskorrektur weiterhin gut bleiben.

Der Bereich der Vermögensverwaltung verzeichnet in China hohe Wachstumsraten. Die Zahl vermögender Privatpersonen (High Net-worth Individuals, HNWI) dürfte nach Schätzungen in China mit über 400.000 höher sein als in allen anderen asiatischen Ländern außer Japan. Ähnlich wie das Kreditkartensegment ist die Vermögensverwaltung ein weiterer Bereich, in dem große chinesische Banken und ausländische Banken um Marktanteile konkurrieren. Zumindest bis zur Zeit vor der weltweiten Finanzkrise 2008 hatten ausländische Banken aufgrund ihres weltweiten Filialnetzes und ihres bekannten Namens Vorteile gegenüber den lokalen Banken. Dieser Vorteil könnte durch die Folgen der Finanzkrise zunichte gemacht werden, und die Aufsichtsbehörden dürften gegenüber neu entwickelten Produkten vorsichtig sein.

### Herausforderungen

Die unmittelbar größte Sorge bereiten den chinesischen Banken zur Zeit die Auswirkungen der Rezession auf ihre Gewinne und Rentabilität. Kreditnehmer sind aufgrund verschiedener Faktoren zusätzlichen Belastungen ausgesetzt, einschließlich Auftragsrückgängen für Exporteure, steigenden Arbeitskosten und Aufwertung des Renminbi, wobei die beiden letzten Punkte zudem die Gewinnmarge belasten. In der Vergangenheit konnten chinesische Unternehmen diesen Margendruck aufgrund einer starken weltweiten Nachfrage durch steigende Absatzvolumina auffangen. Diese Situation ändert sich jetzt. Die steigenden finanziellen Belastungen der Kreditnehmer sind für die Banken kein gutes Zeichen. Zinserträge aus Krediten dürften jetzt über 70% der Betriebseinnahmen chinesischer Banken ausmachen. Durch die konjunkturelle Abwärtsbewegung dürften Kreditausfälle zunehmen.

Die Daten für die erste Jahreshälfte 2008 zeigen bereits, dass die Zahl der Kredite mit Zahlungsrückständen zwischen einem Tag und einem Jahr bei mehreren großen Banken zunehmen. Nicht alle Banken haben einem möglichen Rückgang in der Qualität ihrer Forderungen während des Abschwungs etwas entgegenzusetzen. Größere Banken sind offensichtlich besser in der Lage, die Verschlechterung der Assetqualität aufzufangen. In H1 2008 lagen die durchschnittlichen Verlustrückstellungen der börsennotierten Banken bei 135% und somit deutlich besser als 2005 mit 82%. Die Kernkapitalquote der börsennotierten Banken hatte sich von 6,5% 2005 auf 9,1% erhöht. Das Verhältnis von Gewinn vor Rückstellungen zur durchschnittlichen Summe der Aktiva verbesserte sich von 1,5% 2005 auf 2,4%.<sup>6</sup> Kleine Banken sind jedoch im Allgemeinen nicht so robust.

Das Engagement der Banken im Immobiliensektor ist ein weiterer Grund zur Sorge. Es gibt keine offiziellen Daten über das Engagement des Bankensektors im Immobilienbereich, aber aufgrund von

<sup>5</sup> Just, Tobias. Bis 2030 müssen Chinas Städte für mindestens 350 Millionen neue Einwohner fit werden. DB Research Talking Point. 29. August 2008.

<sup>6</sup> Chinese Banks. Signs of Strain Emerging. Despite Strong H1 08. Fitch Ratings. 22. September 2008.

### Banken konzentrieren ihre Kreditvergabe auf Staatsbetriebe, ...

... so dass der Finanzbedarf von KMU nicht ausreichend gedeckt ist

Daten aus verschiedenen verlässlichen Quellen ist anzunehmen, dass Immobilienkredite (Kredite an Projektträger und Bauunternehmen) etwa 12% des Gesamtkreditvolumens ausmachen. Unter Berücksichtigung hypothekarisch gesicherter Kredite nehmen immobilienbezogene Kredite über 20% des Gesamtkreditvolumens ein – ein wesentliches Engagement. Nach inoffiziellen Berichten gibt der Immobiliensektor in einigen wichtigen Städten bereits nach, z.B. in Shenzhen, wo die Preise gg. Vj. um 30% gefallen sind. Das Immobilienkreditportfolio wird daher auf eine Verschlechterung der Assetqualität reagieren. Wie die Erfahrungen in anderen Ländern zeigen, dämpfen fallende Immobilienpreise die Umsätze und führen somit zu engen Cashflows für Bauträger und Bauunternehmen.

Der größte Anteil an Bankkrediten, schätzungsweise etwa 80% aller Bankkredite, entfällt auf den Unternehmenssektor. Innerhalb des Unternehmenssektors konzentrieren Banken ihre Kreditvergabe auf Staatsbetriebe (SOEs) und große – häufig von der Regierung gestützte – Privatunternehmen. Dies ist eine Folge der ehemals üblichen Praxis einer staatlich gelenkten Kreditvergabe sowie von Kreditentscheidungen aufgrund bestehender Verbindungen und des allgemein fehlenden Vertrauens in die Bonität eines Kontrahenten außerhalb des Bereichs staatlicher Betriebe. Daher wurden die Finanzierungsbedürfnisse der entstehenden kleinen und mittleren Betriebe (KMU) nicht ausreichend berücksichtigt. Viele KMU greifen zur Deckung ihres Finanzbedarfs auf nicht ausgeschüttete Gewinne und informelle Kredite zurück. Die chinesische Zentralbank ist zunehmend besorgt über die Unterversorgung des KMU-Sektors. Auf der anderen Seite sind die Bilanzierungsstandards vieler KMU nicht mit denen von Staatsbetrieben und großen Privatunternehmen zu vergleichen, was es für Banken schwierig, wenn nicht gar unmöglich macht, deren tatsächliche finanzielle Position, künftige Cashflows und letzten Endes Kreditwürdigkeit einzuschätzen. Hier muss an beiden Seiten gleichzeitig angesetzt werden. KMU müssen ihre Bilanzierungsstandards verbessern, wenn sie Kredite von Banken erhalten wollen. Banken müssen aber auch lernen, die Bonität von KMU besser zu bewerten. Damit sich China erfolgreich in eine vom Privatsektor bestimmte Volkswirtschaft entwickeln kann, muss sich der KMU-Sektor angemessen über Banken finanzieren können.

Aufgrund der jüngsten Bemühungen der PBC, das Kreditwachstum zu begrenzen, verkauften einige Banken einen Teil ihrer Kredite an Treuhandgesellschaften Dritter oder an bankeigene Zweckgesellschaften, um die Kredite in ihren Büchern innerhalb eines akzeptablen Bereichs zu halten. Diese Kredite wurden wiederum in Investmentprodukte restrukturiert und in der Regel an Vermögensverwaltungsgesellschaften oder Firmenkunden verkauft, die eine höhere Rendite erzielen wollten. Nach einem Bericht von Fitch<sup>7</sup> sind die meisten der von Banken verkauften und in Investmentprodukte umgepackten Basiskredite kurzfristige Diskontpapiere, Betriebsmittelkredite oder Kredite mit einer kurzen Restlaufzeit (das Gesamtvolumen der bis Juni 2008 verkauften und umgepackten Kredite soll nach Schätzungen über CNY 400 Mrd. liegen). Dies ist ein Grund zur Sorge, auch wenn das Risiko der Banken bei diesen Krediten offiziell nicht mehr in ihren Büchern ist. Sollten Investoren, besonders aus dem Retail-Bereich, bei diesen Produkten Verluste erleiden, wird ihnen die Aufsichtsbehörde wohl kaum die vollständigen Verluste aufbürden.



<sup>7</sup> Ibid.

Chinesische Banken sind im Verhältnis zu ihrem Eigenkapitalvolumen den Turbulenzen durch die weltweite Kreditkrise nur begrenzt ausgesetzt. Nur eine Handvoll der großen führenden Banken sind direkt von toxischen US-Krediten bzw. Wertpapieren betroffen. Verluste und Verlustrückstellungen sind weitgehend unter Kontrolle und schlugen sich letzten Endes „nur“ in niedrigeren Gewinnzahlen dieser Banken nieder.

Der Interbankenmarkt hat glücklicherweise trotz der heftigen weltweiten Turbulenzen an den Finanzmärkten in China dank der umfangreichen Spareinlagen weiter funktioniert. Dennoch wird das allgemeine Liquiditätsumfeld umso enger, je stärker der externe Überschuss, hauptsächlich aus ausländischen Investitionszuflüssen, abnimmt. Die jüngsten Zinssenkungen und Lockerungen der Mindestreserven der Banken zeigen, dass sich die Sorge der PBC von der Kontrolle der Überliquidität zur Versorgung mit ausreichender Liquidität verschoben hat.

### **Ausblick**

#### **Bisherige Reformen rüsten Banken besser für die Folgen der Rezession**

Die in den letzten Jahren im chinesischen Bankensektor erzielten Fortschritte sind hauptsächlich auf Reformen und finanzielle Unterstützung auf Initiative der Regierung sowie ein starkes Wirtschaftswachstum zurückzuführen. Diese Reformen, die modernere interne Systeme einschließlich Risikomanagement und EDV sowie stärker kommerziell bestimmte Geschäftsmodelle mit sich brachten, haben die Banken besser für die Folgen der Rezession gerüstet.

#### **Staat zeigt hohe Bereitschaft und Fähigkeit zur Unterstützung des Bankensektors**

Es ist kaum anzunehmen, dass der chinesische Bankensektor von der weltweiten Rezession völlig unberührt bleibt. Die wirtschaftliche Verlangsamung wird den Cashflow des Unternehmenssektors belasten, was wiederum zu einem Anstieg notleidender Kredite führen wird. Um in diesem Umfeld überleben zu können, sind höhere Risikovorsorge und eine robuste Kapitalbasis angesichts möglicherweise steigender Kreditverluste unabdingbar. Die Fähigkeit und Bereitschaft des Staates, den Bankensektor zu unterstützen, sind hoch.

#### **Konsolidierung des chinesischen Bankensektors muss weitergehen**

Die Konsolidierung des chinesischen Bankensektors muss weiter voranschreiten. Die Rezession, die die Schwächen finanziell weniger robuster Banken ans Licht bringen wird, könnte diesen Prozess beschleunigen. Wichtig ist, dass sich chinesische Banken auf lange Sicht um ein gutes Risikomanagement bemühen, das, wie die westlichen Banken erfahren mussten, über Gewinner oder Verlierer entscheidet. Angesichts des überragenden langfristigen Wachstumspotenzials der chinesischen Wirtschaft und der immer noch niedrigen Marktdurchdringung des Bankensektors, besonders im Privatkundensegment, hat der chinesische Bankensektor eine vielversprechende Zukunft vor sich.

Mit Blick auf eine weitere Öffnung des chinesischen Bankenmarkts sind die Perspektiven zumindest für die nächsten 12 bis 18 Monate nicht besonders günstig. Die Regulierungsbehörden versuchen, ein Übergreifen der Probleme westlicher Banken auf chinesische Banken durch Risiken bei der Interbankenfinanzierung zu verhindern. Die bestehende Begrenzung ausländischer Beteiligungen an chinesischen Banken auf 20% dürfte bis zu einer Stabilisierung der Situation westlicher Banken bestehen bleiben. Die chinesische Regulierungsbehörde dürfte auch in Zukunft bei der Zulassung ausländischer Anlageprodukte, in die chinesische Banken investieren dürfen, Vorsicht walten lassen.

Syetarn Hansakul (+65 6423-8057, syetarn.hansakul@db.com)

## China und die globalen Finanzmärkte – viel Wachstum, wenig Integration

### Dynamisches Finanzmarktwachstum...

China ist für ausländische Marktteilnehmer und Investoren ein äußerst interessanter Finanzmarkt und dürfte dies auch nach dem Abklingen der Folgen der weltweiten Finanzkrise bleiben.

Seine Attraktivität stützt sich hauptsächlich auf die vom chinesischen Finanzsektor in den letzten Jahren in einer beispiellosen Aufholjagd vorgelegten hohen Wachstumsraten. Diese konnten sich auf eine Marktliberalisierung in mehreren Wellen, Umstrukturierungen in verschiedenen Branchen, Einführung neuer Produkte und Dienstleistungen und eine sprunghaft steigende Nachfrage nach Finanzdienstleistungen stützen.

### ... macht China für ausländische Investoren attraktiv

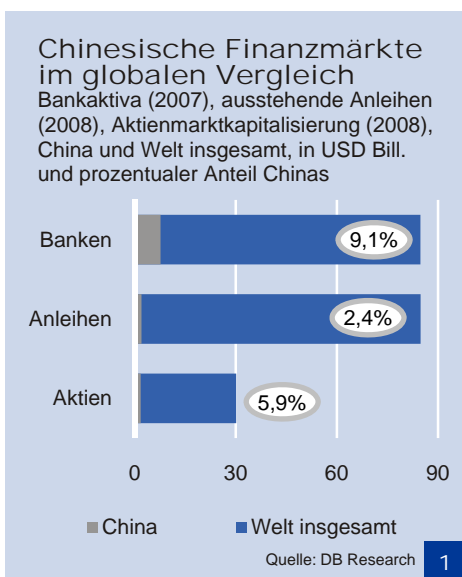
Dieses Zusammenspiel verschiedener Kräfte hat ab Mitte der 1990er Jahre eine in dieser Dimension völlig neue Wachstumsphase an den Finanzmärkten Chinas ausgelöst, in deren Verlauf das Land – mit Peking, Shanghai und Shenzhen als Finanzzentren – zu einem bevorzugten Ziel auch ausländischer Investoren und Finanzintermediäre wurde. Dennoch bleibt China einer der am stärksten geschlossenen Finanzmärkte in der globalen Arena, und viele Marktteilnehmer hoffen auf eine stärkere Einbindung Chinas in die internationalen Finanzmärkte.

Dieser Beitrag untersucht die Marktkräfte hinter den Bestrebungen ausländischer Finanzdienstleister, Zugang zum chinesischen Finanzmarkt zu erhalten, bewertet den aktuellen Stand ausländischer Aktivitäten und diskutiert die Aussichten auf eine weitere Marktöffnung.

### Chinas Finanzmärkte – ein Magnet für ausländische Investoren

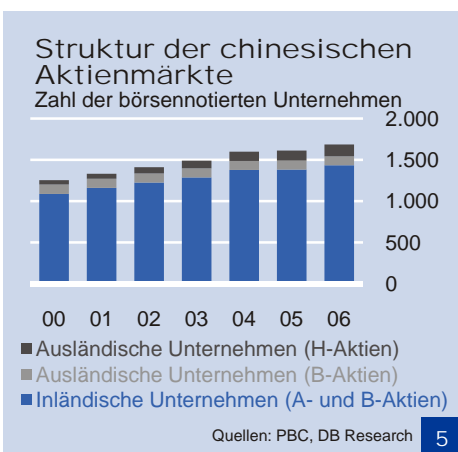
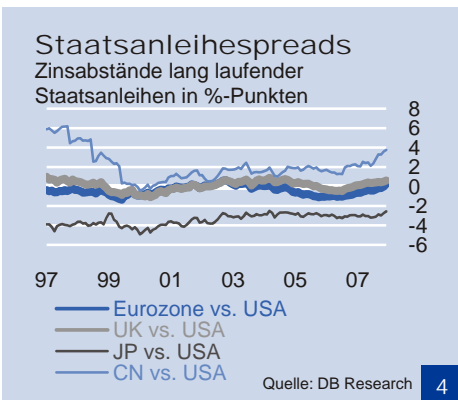
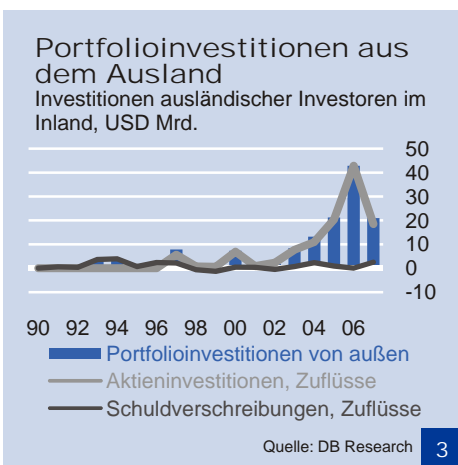
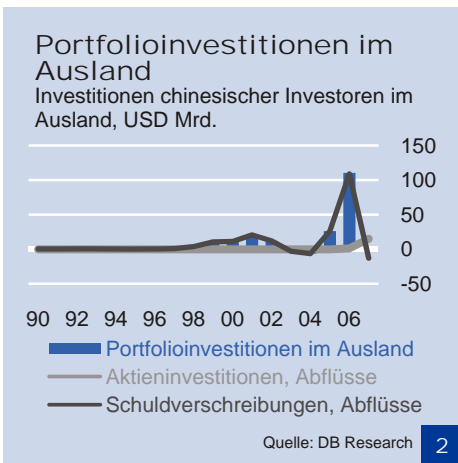
Der Beweggrund für das anhaltende Interesse ausländischer Investoren und Marktteilnehmer an einem Zugang zu den chinesischen Finanzmärkten liegt im beeindruckenden Wachstum der letzten Jahre. Drei Faktoren haben diese Entwicklung ausgelöst. Erstens zeigt diese Entwicklung das Potenzial für Wachstum und Effizienzgewinne für Finanzdienstleister an einem Finanzmarkt, der bis Anfang der 1990er Jahre praktisch nicht existierte. Zweitens wird das Marktwachstum durch eine starke und steigende Nachfrage nach Finanzprodukten sowohl in Bezug auf die Menge als auch die Vielfalt unterstützt. Drittens ließen die chinesischen Behörden einen bemerkenswerten – wenn auch kontrollierten – Prozess der Deregulierung bestehender chinesischer Finanzmarktstrukturen und eine Öffnung gegenüber den globalen Finanzmärkten zu.<sup>1</sup>

Das schnelle Wachstum, das in allen Segmenten des chinesischen Finanzmarktes erfolgte, stärkte das Gewicht dieser Marktsegmente in der globalen Finanzwelt. So ist das Gesamtvolumen aller umlaufenden Schuldverschreibungen heute über acht Mal so hoch wie vor zehn Jahren und macht 2,4% des globalen Anleihemarkts aus. Die Aktienmärkte Chinas haben heute einen Anteil von 5,9% am Weltmarkt. Und der chinesische Bankenmarkt gehört mit einem Anteil von 10% am Weltmarkt zu den größten weltweit.



### Integration in die globalen Finanzmärkte bleibt beschränkt

<sup>1</sup> Nähere Einzelheiten hierzu in „Chinas Kapitalmärkte – Struktur und Marktentwicklung“ in dieser Publikation.



## Internationale Integration noch in den Anfängen

Der steigende Anteil Chinas an den globalen Finanzaktivitäten ist Ausdruck des beeindruckenden Wachstums seiner Kapitalmärkte in den letzten Jahren. Dieser Anteil gibt jedoch nicht zwingend Hinweise auf die Integration in die globalen Finanzmärkte, d.h. das Zusammenspiel der Binnenmärkte mit ausländischen Märkten und ihre Öffnung gegenüber dem Rest der Welt.

Für die Markteffizienz spielt die Öffnung eines Markts gegenüber der Weltwirtschaft jedoch eine entscheidende Rolle. Erstens fördern offene Märkte und Integration den Wettbewerb, wodurch wiederum ein Abwärtsdruck auf Preise und eine höhere Produktvielfalt entstehen. Zweitens erweitert die Integration die für Finanzdienstleister zugänglichen Märkte und ermöglicht Kosteneinsparungen durch Skaleneffekte. Dies führt wiederum zu niedrigeren Preisen, größerer Produktinnovation und einem effizienteren Risikomanagement für Finanzunternehmen.

Im Falle Chinas ist das Finanzmarktwachstum größtenteils ein inländischer Erfolg, der weitgehend unabhängig von den weitreichenden Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten ist, die in den letzten Jahren gleichzeitig an den globalen Finanzmärkten stattfanden. Diese isolierte Entwicklung zeigt sich in den nach wie vor bestehenden deutlichen Preisunterschieden zwischen inländischen und ausländischen Finanzanlagewerten, wie z. B. Schuldverschreibungen, und den vergleichsweise geringen Aktivitäten ausländischer Marktteilnehmer an den chinesischen Finanzmärkten.

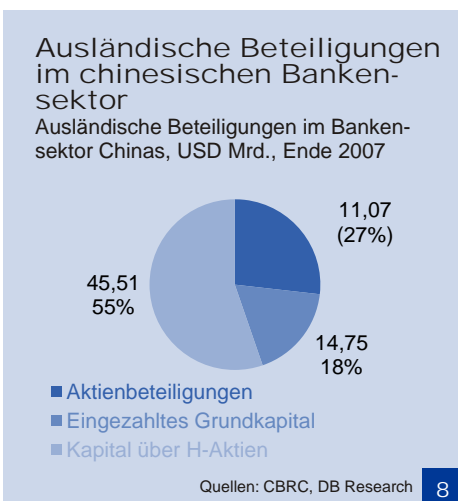
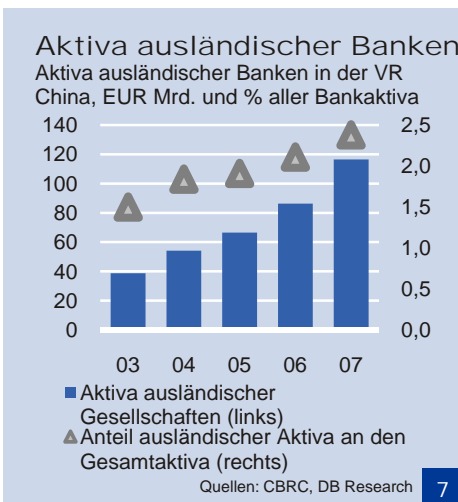
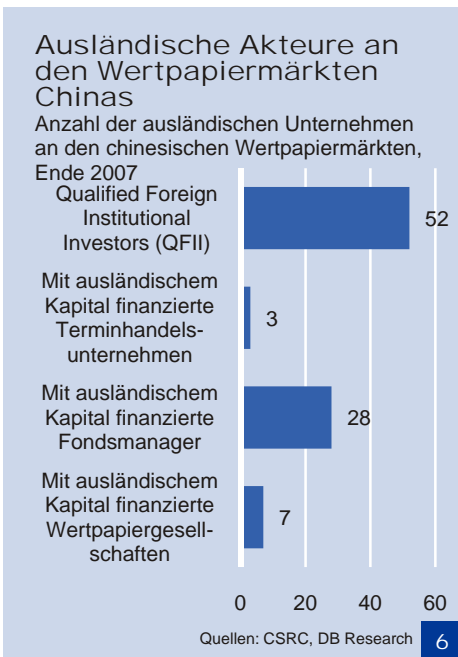
### Wertpapiermärkte

Die internationale Integration der chinesischen Wertpapiermärkte ist in den letzten Jahren rasch fortgeschritten, wie die anschwellenden Kapitalflüsse in und aus der restlichen Welt zeigen. 2006 erreichten Portfolioinvestitionen ausländischer Investoren in China den Rekordstand von USD 43 Mrd. und fielen 2007 auf USD 21 Mrd. (s. Grafiken 2 und 3). Im Durchschnitt verzeichneten ausländische Portfolioinvestitionen in den letzten fünf Jahren einen Zuwachs von 51% jährlich, ein Zeichen für die starke Nachfrage nach Wertpapieren. Gleichzeitig belaufen sich die jährlichen Kapitalzuflüsse auf lediglich 1,5% der gesamten Bruttosachvermögensbildung im Land und auf bloße 0,7% der gesamten Portfolioinvestitionen weltweit.

Trotz steigender grenzüberschreitender Investitionen in den letzten Jahren ist die Integration Chinas in die internationalen Wertpapiermärkte erst in den Anfängen. Kurs- und Volumenindikatoren für die Aktien- und Anleihemärkte lassen den Schluss zu, dass der grenzüberschreitende Kapitalfluss keineswegs effizient ist und dass eine weitere Öffnung gegenüber den globalen Märkten weitere Vorteile bringen würde.

Kursunterschiede chinesischer Anleihen gegenüber anderen, an internationalen Märkten gehandelten Wertpapieren sind ein Indikator für die relativ geringe Integration. Auch wenn Spreads am Anleihemarkt Faktoren wie Marktliquidität, die Risikoeinschätzung der Märkte mit Blick auf die Wirtschaft allgemein, den Emittenten und die spezifische Anleihe reflektieren, dokumentieren sie auch die für ausländische Investoren beim Erwerb inländischer Wertpapiere anfallenden relativen Kosten.

Im Falle Chinas sind Geldmarkt- und Staatsanleihe-spreads gegenüber anderen Staatspapieren nach wie vor hoch (s. Grafik 4). Geringe Liquidität – relativ niedrige Emissionvolumina, Umsatz und Einzeltransaktionsgrößen – und Risikofaktoren, die sich im Länder-



rating Chinas im Vergleich zum Rating traditioneller Industrieländer oder anderer Schwellenländer niederschlagen, haben stark zu diesen Divergenzen beigetragen, besonders in der Zeit der Finanzmarkturbulenzen 2008. Gleichzeitig sind die mit chinesischen Staatsanleihen verbundenen Transaktionskosten nach wie vor hoch, so dass sich der Abstand noch vergrößert.

Der Markt für Unternehmensanleihen steckt, wie bereits angesprochen, mit im internationalen Maßstab sehr niedrigen Emissionsvolumina noch in den Kinderschuhen. Ausländische Investoren erwerben nur sehr wenige chinesische Unternehmensanleihen. Andererseits erhielten ausländische, in China registrierte Unternehmen erst vor kurzem die Erlaubnis, Anleihen zu begeben, und bisher waren noch keine nennenswerten Aktivitäten zu berichten.

Bei der internationalen Integration der chinesischen Aktienmärkte ist wiederum deren Segmentierung in drei Aktienkategorien bemerkenswert, zu denen ausländische Investoren in unterschiedlichem Ausmaß Zugang haben. Die überwiegende Mehrzahl der Unternehmen ist in so genannten A-Aktien gelistet, die an der Börse in Shanghai und Shenzhen notieren und nur von chinesischen Investoren erworben werden können (s. Grafik 5). Ausländische Investoren haben keinen Zugang zu diesen Wertpapieren. B-Aktien – ein wesentlich kleineres Aktiensegment, das in Festlandchina erhältlich und in US- oder Hongkong-Dollar denominated ist – können von einer ausgewählten Gruppe ausländischer institutioneller Investoren erworben werden. Schließlich gibt es noch das sehr kleine Segment der H-Aktien, die in Hongkong notieren und die internationale Investoren uneingeschränkt erwerben können. 1.434 Unternehmen begeben A-Aktien, 109 B-Aktien und 143 H-Aktien, so dass der Zugang ausländischer Investoren zum gesamten Aktienangebot am chinesischen Festlandmarkt deutlich eingeschränkt ist. Diese Beschränkung wirkt sich in einem deutlichen Aufschlag aus, den Käufer von H-Aktien eines Unternehmens gegenüber dem Kurs einer A-Aktie desselben Unternehmens bezahlen müssen. Insgesamt sind diese Aufschläge, laut Hang Seng China AH Index, der die größten und liquidesten Unternehmen in Festlandchina mit beiden Aktienarten enthält, in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Anfang Februar 2009 lag der Index bei 144, so dass ein ausländischer Investor im Durchschnitt einen Aufschlag von 44% gegenüber seinen chinesischen Konkurrenten bezahlen musste. Vor der Finanzkrise hatte dieser Aufschlag über 100% betragen.

Gleichzeitig ist die Zahl ausländischer Investoren, die an den chinesischen Wertpapiermärkten operieren dürfen, begrenzt geblieben. Ende 2007 hatten nur 52 ausländische Finanzdienstleister den Status eines „Qualified Foreign Institutional Investors“ (QFIIs) (s. Grafik 6). Ansonsten sind Finanzdienstleister auf Joint Ventures mit einheimischen Unternehmen beschränkt – so gibt es drei mit ausländischem Kapital finanzierte Terminhandelsunternehmen, 28 mit ausländischem Kapital finanzierte Fondsmanager und sieben mit ausländischem Kapital finanzierte Wertpapiergesellschaften.

**Banken**

Auch für den Bankensektor ist die Einbindung in die Weltwirtschaft ein relativ neuer Trend. Ende 2007 belief sich das Volumen ausländischer Bankaktiva in China nach einem starken Anstieg seit der Zulassung ausländischer Geschäftsbankaktivitäten Ende der 1990er Jahre auf EUR 117 Mrd. Im Verhältnis zum gesamten Bankensektor, der weiterhin vom chinesischen Bankensystem der Joint-Stock Geschäftsbanken – 42% aller Bankenaktiva – sowie Geschäftsbanken und Kreditkooperativen – zusammen 40% – dominiert wird, lag der

### Rentabilität ausländischer Bankgeschäfte in der VR China

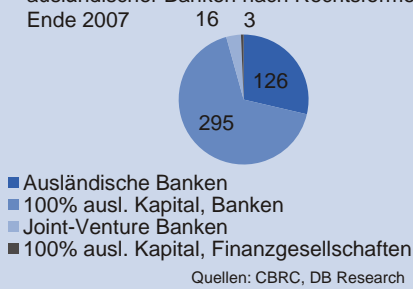
Rentabilität ausgewählter Bankgeschäfte in der VR China nach Einschätzung ausländischer Banken anhand der Kapitalrendite (Return on Capital, RoC), 2008. Größe des Punkts steht für die Anzahl ausländischer Banken, die spezifischen Geschäftsbereichen diesen RoC-Wert zuweisen.



Quellen: PWC, DB Research **9**

### Ausländische Banken in China

Anzahl von Niederlassungen und Filialen ausländischer Banken nach Rechtsformen, Ende 2007



Anteil ausländischer Bankenaktiva allerdings bei lediglich 2,4% (s. Grafik 7). Dies unterscheidet sich stark von der Situation in der EU-25 und den USA mit 27% bzw. 11% und zeigt deutlich, dass die Integration im Bereich kommerzieller Bankgeschäfte noch nicht sehr weit fortgeschritten ist.

Die Aktivitäten ausländischer Banken in China gründen sich auf eine kräftige Investitionswelle zu Beginn dieses Jahrzehnts und belaufen sich heute auf insgesamt über USD 81 Mrd. Weniger als ein Drittel dieser Investitionen erfolgte in der Form direkter Aktieninvestitionen, etwa ein Fünftel als eingezahltes Grundkapital. Über die Hälfte der Investitionen ist Kapital, das über die Emission von H-Aktien beschafft wurde (s. Grafik 8).

### Ausländische Banken im chinesischen Wholesale Banking

Anzahl der ausländischen Banken im chinesischen Großkunden- und Interbankengeschäft, tatsächliche Zahlen für 2008, für 2011 geschätzt



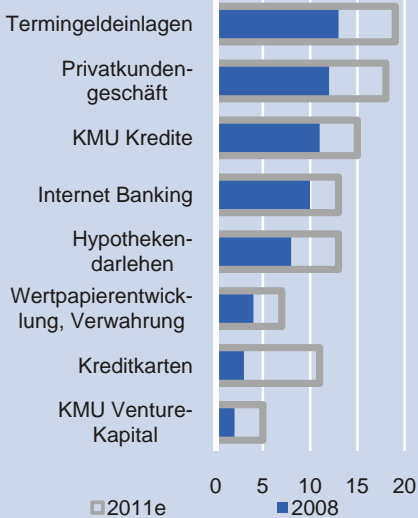
Das Tagesgeschäft ausländischer Banken in China erfolgt über 29 Zentralen von in China registrierten Banken und ihre 125 Filialen sowie über 286 ausländische Bankfilialen und ihre Filialnetze. Nach ihrem rechtlichen Status operieren insgesamt 126 Banken als ausländische Institutionen, während der überwiegende Teil rechtlich seinen Sitz in China hat und ausschließlich mit ausländischem Kapital finanziert wird (s. Grafik 10).

Vor dem Hintergrund des chinesischen Lizenzverfahrens sind ausländische Banken hauptsächlich im Bereich des Commercial Banking aktiv. Besonders das Firmenkundengeschäft, Treasury, Devisen- und Geldmarktdienstleistungen, Handels- und Unternehmensfinanzierung werden von den meisten ausländischen Banken als Hauptgeschäftsfelder angegeben (s. Grafik 11). Weit weniger Marktteilnehmer sind im Investmentbanking, Fondsmanagement und anderen Geschäftsbereichen tätig. Im Privatkundengeschäft ist die Zahl der aktiven ausländischen Banken noch niedriger als im Firmenkundengeschäft (s. Grafik 12). Eine begrenzte Anzahl von Akteuren ist überwiegend im Bereich kurzfristiger Einlagen, allgemeiner Privatkundendienstleistungen, Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen sowie im Internet-Banking tätig.

Obwohl keine umfassenden Zahlen verfügbar sind, können ausländische Banken in China offensichtlich äußerst gewinnbringend im

### Ausländische Banken im chinesischen Private Banking

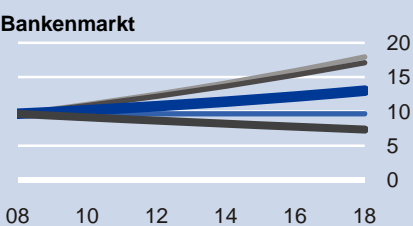
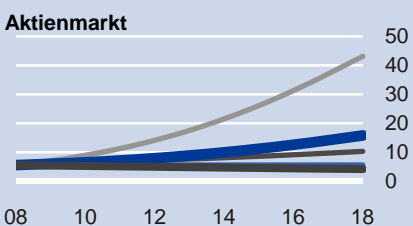
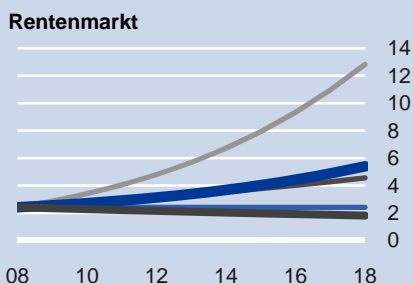
Anzahl der ausländischen Banken im chinesischen Private Banking, tatsächliche Zahlen für 2008, für 2011 geschätzt



Quelle: PWC 12

### Chinas künftiger Anteil an den globalen Finanzmärkten

Szenarien für den Anteil Chinas an den globalen Anleihe-, Aktien- und Bankenmärkten, nach ausstehenden Papieren, Marktkausalisierung und Bankenaktiva, in %



Quelle: DB Research 13

Land operieren (s. Grafik 9). Eine kürzlich unter den wichtigsten ausländischen Banken durchgeführte Umfrage<sup>2</sup> kommt zu dem Ergebnis, dass Firmenkundengeschäft und Investment Banking, Treasury und Handelsfinanzierung Geschäftsbereiche sind, in denen die meisten Marktteilnehmer Anfang 2008 mit einer Kapitalrendite von über 20% rechneten. Diese Einschätzung durch die Marktteilnehmer zeigt jedoch auch, dass die Rentabilität des chinesischen Finanzmarkts nicht nur euphorisch gesehen wird. Eine nicht zu vernachlässigende Zahl von Marktteilnehmern setzte die Kapitalrendite für verschiedene Marktsegmente bei unter 10% an. Einige schätzen Bereiche wie das Retail und Private Banking als überhaupt nicht gewinnbringend ein.

In einer allgemein optimistischen Stimmung gaben die meisten der zu ihren Geschäftsaktivitäten in China befragten ausländischen Banken an, dass sie mit einer deutlichen Ausweitung ausländischer Bankaktivitäten in China rechnen. Besonders Investment Banking, Fondsmanagement und das Korrespondenzbankengeschäft sowie praktisch alle Bereiche des Private Banking werden als Marktsegmente betrachtet, in denen immer mehr ausländische Banken eine Lizenz anstreben und Finanzdienstleistungen anbieten wollen. Bei den Finanzprodukten sehen die Marktteilnehmer Derivate und strukturierte Produkte sowie Kapitalmarktprodukte als die wichtigsten Wachstumstreiber am chinesischen Großkundenmarkt. Im Retail-Bereich werden das Hypothekengeschäft, Kreditkarten und Investmentprodukte als die zukunftsreichsten Finanzdienstleistungen betrachtet. Die attraktivste Wachstumsstrategie ist für die meisten Marktteilnehmer organisches Wachstum, gefolgt von der Schaffung neuer Finanzunternehmen am Markt. Andere Formen der Expansion einschließlich Partnerschaften und Joint Ventures werden als weniger vielversprechend bewertet.

### China – ein heranwachsender Finanzriese?

In den beiden letzten Jahrzehnten haben sich die Finanzmärkte Chinas erstaunlich gewandelt – von einem zentralistischen, staatlich gelenkten Bankensystem zu einem großen und – im Vergleich zur Situation vor nur wenigen Jahren – effizienten, diversifizierten, liquiden und stabilen Finanzmarkt. Natürlich ist eine der Schlüsselfragen, ob sich dieser Fortschritt fortsetzen wird und wie groß und einflussreich der Finanzmarkt Chinas werden wird.

Diese Frage ist zur Zeit in der Finanzkrise wohl schwieriger zu beantworten als zu jedem anderen Zeitpunkt während der letzten Jahre. Viele wichtige Faktoren, die die Entwicklung von Finanzmärkten beeinflussen, wurden in der letzten Zeit zunehmend instabil, und viele wichtige Fragen bleiben offen:

- Wird die chinesische Wirtschaft in dem atemberaubenden Tempo der letzten Jahrzehnte weiter wachsen und dadurch die bisher erlebte starke Nachfrage nach Finanzprodukten weiter ankurbeln?
- Bleiben die Inlandsmärkte weiterhin so widerstandsfähig, dass sie eine solide Basis für eine weitere Expansion bieten können?
- Werden die Regulierungsbehörden ihre Strategie der Marktöffnung fortsetzen, um in Bezug auf Produktvielfalt, Marktliquidität und Effizienz des Dienstleistungsangebots zu den reifen Finanzmärkten aufzuschließen?

<sup>2</sup> PricewaterhouseCoopers (2008). Foreign banks in China 2008. Hong Kong.

— Und schließlich: Wie werden sich die globalen Finanzmärkte nach der Finanz- und Wirtschaftskrise entwickeln?

**Marktanteil dürfte weiter zunehmen...**

Das Land dürfte seinen Anteil an den globalen Finanzmärkten weiter steigern, wenn die fundamentalen Strukturen und Mechanismen dieser Märkte durch die Finanzkrise nicht beschädigt werden. Mögliche Wachstumsszenarien fallen jedoch je nach angenommener Entwicklung völlig unterschiedlich aus.

So deutet eine Fortsetzung der in den Jahren 2003 bis 2008 beobachteten Wachstumsraten – auch unter Berücksichtigung der ersten Marktkorrekturen infolge der Finanzkrise – auf eine weitere dynamische Expansion hin, die China bis 2018 zu einem der dominanten Finanzmärkte in der Welt machen würde – neben den USA und der EU, mit einem Anteil von 13% an den globalen Anleihemärkten, über 40% der globalen Aktienmärkte und 18% der globalen Bankenmärkte.

**... und, abhängig von den zugrundeliegenden Annahmen, ...**

In einem moderateren Szenario könnten chinesische Anleihe-, Aktien- und Bankenmärkte – wenn zum Beispiel die Marktöffnung zu einem Stillstand käme – ihre aktuelle Dynamik verlieren und auf ähnliche Wachstumsraten wie ihre globalen Pendanten zurückfallen, so dass der Anteil Chinas 2018 an den Weltmärkten konstant bei 2% der Anleihemärkte, 6% der Aktienmärkte und 10% der Bankenmärkte bleiben würde.

Eine weitere Annahme ist, dass die Finanzmärkte auf lange Sicht ähnlich schnell wachsen werden wie die Wirtschaft insgesamt. In diesem Fall würden die chinesischen Finanzmärkte einen soliden Aufwärtspfad verfolgen und 2018 einen Weltmarktanteil von etwa 5% bei den Anleihemärkten, 10% bei den Aktienmärkten und 17% bei den Bankenmärkten halten.

Würde das andere Extrem eintreten und das Wachstum an den Finanzmärkten infolge der Finanzkrise völlig zum Erliegen kommen und die nachlassende Nachfrage nach Kredit und Kapital dazu führen, dass Aktien-, Anleihe- und Bankenmärkte auf dem aktuellen nominalen Niveau verharren, könnte die Bedeutung Chinas an den globalen Finanzmärkten sogar schwinden. In diesem Fall würde sein Anteil an den Weltmärkten insgesamt auf unter 2% an den Anleihemärkten, 4% an den Aktienmärkten und 7% an den Bankenmärkten fallen.

**... auf 5% am Anleihe-, 16% am Aktien- und 13% am Bankenmarkt wachsen**

Höchstwahrscheinlich wird die tatsächliche Entwicklung in der Mitte dieser Szenarien liegen. Arithmetisch würde diese Mitte einen Marktanteil Chinas von 5%, 16% bzw. 13% an den globalen Anleihe-, Aktien- und Bankenmärkten im Jahr 2018 bedeuten.

**Chinesische Banken mit internationalen Strategien**

Diese einfachen Berechnungen zeigen, dass auch bei eher zurückhaltenden Annahmen der Anteil Chinas an den Finanzmärkten steigen dürfte, so dass das Land für die globale Finanzbranche nicht nur zu einem interessanten Standort für Investitionen wird, sondern auch zu einem der großen Finanzmärkte auf der Weltbühne. China hat bereits in den vergangenen Jahren Bankgiganten gegründet, die zu den größten Institutionen ihrer Art weltweit gehören. Nach dem Abklingen der Finanzkrise könnten diese großen Akteure und andere chinesische Finanzunternehmen zunehmend international agieren<sup>3</sup> und die etablierten – und zurzeit angeschlagenen – finanziellen Schwergewichte herausfordern.

Steffen Kern (+49 69 910-31889, [steffen.kern@db.com](mailto:steffen.kern@db.com))

<sup>3</sup> Nähere Diskussion siehe „Die Internationalisierung chinesischer Finanzinstitutionen“ in dieser Publikation.

## Die Öffnung chinesischer Finanzmärkte – Fortschritte und Perspektiven einer regulatorischen Liberalisierung

### Meilensteine chinesischer Finanzmarktregulierung

1948	Gründung PBC als Monopolbank
1951	Einführung Renminbi (RMB)
1979	Ende Bankenmonopol PBC
1980	Mitgliedschaft Weltbank, IWF
1981	Erste Emission Schatzwechsel
1982	Erste Emission Unternehmensanleihen
1984	Übernahme Zentralbankfunktion durch PBC
1985	Genehmigung erster Geschäftsstellen ausländischer Banken
1986	Mitgliedschaft ADB
1988	Konkursgesetz
1990	Gründung Wertpapierbörse Shanghai
1991	Gründung Wertpapierbörse Shenzhen
1992	Gründung Wertpapieraufsicht CSRC
1995	Geschäftsbankengesetz
1995	Offizielle Bestätigung PBC als Zentralbank
1996	Mitgliedschaft BIZ
1998	Gründung Versicherungsaufsicht CIRC
1999	Finanzmarktreform als nationales politisches Reformziel durch den 9. Nationalen Volkskongress
2001	Mitgliedschaft WTO
2002	Einführung Qualified Foreign Institutional Investor-Programm (QFII)
2003	Gesetz zu Bankenregulierung und Bankenaufsicht
2003	Gründung Bankenaufsicht CBRC
2004	Novellierung Zentralbankgesetz
2004	Administrative Maßnahmen zur Bankenaufsicht
2004	Novellierung Geschäftsbankengesetz

Beeindruckende Wachstumswahlen, die Aussicht auf hohe Gewinne und schier unbegrenzte Marktchancen haben in den letzten Jahren auch ausländische Finanzmarktteilnehmer auf den Plan gerufen, die am wirtschaftlichen Erfolg Chinas teilhaben wollen. Dieses Interesse überdauert auch die Weltfinanzkrise – denn mit guten BIP-Wachstumswahlen für das laufende und das nächste Jahr bleibt China unter den Schwellenländern eine Triebfeder wirtschaftlicher Dynamik.

Wie und in welchem Ausmaß ausländische Finanzinstitutionen an der wirtschaftlichen Entwicklung Chinas teilhaben und zu ihr beitragen können, wird stark von den Zugangsmöglichkeiten zu den Finanzmärkten Chinas beeinflusst. In der Vergangenheit wurden diese Möglichkeiten aufgrund der mit der Aufnahme, Übernahme und Ausübung von Finanzoperationen in China verbundenen regulatorischen Vorschriften häufig als eingeschränkt beurteilt. In einer kürzlich unter in China tätigen ausländischen Banken durchgeführten Umfrage<sup>1</sup> wurde das regulatorische Umfeld als der bei weitem schwierigste Aspekt des chinesischen Kreditgewerbes genannt – noch vor wichtigen Betriebs- und Geschäftsrisiken, die normalerweise an erster Stelle stehen.

Auch wenn derartige Hürden als ernsthafte Behinderung eines effizienteren und wettbewerbsfähigeren Finanzmarkts in China betrachtet werden, sollte nicht vergessen werden, dass das Land in den letzten Jahren eine beispiellose Transformation seines Finanzsektors erreicht hat. Daher überrascht es nicht, dass bei der oben zitierten Umfrage das regulatorische Umfeld von den Marktteilnehmern nicht nur als Belastung, sondern gleichzeitig als die weitaus wichtigste Triebfeder für Veränderungen am chinesischen Markt betrachtet wird.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die chinesische Politik der Öffnung seiner Finanzmärkte für das globale Umfeld und Chinas wachsende Beteiligung an der internationalen Finanzmarktdiplomatie, fasst die wichtigsten Strukturen der Finanzmarktregulierung zusammen und diskutiert mögliche künftige Schritte für eine weitere Liberalisierung der Finanzindustrie.

### Chinas Strategie der Marktöffnung

China hat in den letzten Jahrzehnten einen beeindruckenden Kurs zur Schaffung eines marktbasiereten Finanzsystems und seiner Öffnung gegenüber den internationalen Finanzmärkten verfolgt, die parallel zu dieser Entwicklung zunehmend globalisiert wurden.

<sup>1</sup> PricewaterhouseCoopers (2008). Foreign banks in China 2008, S. 24, Hongkong.

**Liberalisierung der chinesischen Finanzmärkte...**

Ausgehend von einem staatlichen Bankensystem, in dem seit 1948 die People's Bank of China (PBC) als Monopolanbieter von Finanzdienstleistungen fungierte, begann Ende der 1970er Jahre der Übergang von einer zentralen Planwirtschaft zu einer so genannten „sozialistischen Marktwirtschaft“<sup>2</sup>. Hierzu gehörte die Beendigung des Bankenmonopols der PBC und in der Folge die Gründung staatlicher Geschäftsbanken, Kreditkooperativen und anderer staatlicher Finanzunternehmen. In den 1990er Jahren wurde der Liberalisierungsprozess beschleunigt – in Shanghai und Shenzhen wurden Wertpapierbörsen gegründet und für Bankgeschäfte sowie für Emission und Handel von Finanzpapieren ein grundlegender rechtlicher Rahmen erstellt. 1999 wurde nach der Krise im chinesischen Bankensystem, ausgelöst durch umfangreiche Abschreibungen und aus der Vergangenheit übernommene Problemaktiva, die Reform des Finanzsystems weiter vorangetrieben. Diese letzte Kampagne führte zur Einrichtung eines eigenständigen regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Systems, das sich aus einer Bankenaufsicht (China Banking Regulatory Commission, CBRC), einer Wertpapieraufsicht (China Securities Regulatory Commission, CSRC) und einer Versicherungsaufsicht (China Insurance Regulatory Commission, CIRC) zusammensetzt. Die PBC bleibt weiterhin das institutionelle Rückgrat des Finanzsystems.

**... und institutionelle Reformen, ...**

Diese institutionellen Veränderungen wurden durch eine Überarbeitung des bestehenden rechtlichen Rahmens und die Verabschiedung einer Reihe neuer Gesetze und administrativer Maßnahmen für den Banken- und Versicherungssektor ergänzt. Hierbei bemühten sich die zuständigen Behörden auch darum, aus den Erfahrungen der Industrieländer im Umgang mit den Finanzmärkten zu lernen, zum Beispiel die Zentralbank als eigenständige, unabhängige Institution einzurichten sowie unabhängige, spezialisierte Behörden mit der Regulierung und Aufsicht des Banken-, Wertpapier- und Versicherungsmarkts zu beauftragen.

**... ergänzt durch eine Strategie der Öffnung nach außen, ...**

Zur Strategie der chinesischen Regierung, ein marktbasierendes Finanzsystem zu schaffen, gehörte auch eine schrittweise Öffnung des Inlandsmarkts für die internationale Finanzbranche. Diese Strategie geht davon aus, dass sich sowohl Wissenstransfer, besonders in einem Markt, der sich so schnell entwickelt wie die Finanzindustrie, als auch stärkerer Wettbewerb deutlich positiv auf die Breite, Tiefe, Vielfalt und Effizienz des Inlandsmarktes auswirken können. Ausgehend von dieser Prämisse wurden ausländische Banken und Finanzdienstleister schrittweise an den chinesischen Märkten zugelassen. Auch wenn Lizenzen für ausländische Unternehmen und Produkte nach wie vor nur stark eingeschränkt und nach strengen Vorschriften erteilt werden, können Banken und Wertpapiergesellschaften jetzt in einer Reihe von Marktsegmenten operieren und in beträchtlichem Umfang am chinesischen Markt investieren.

**... und mit Vorsicht umgesetzt**

Der Prozess der Öffnung chinesischer Finanzmärkte für die Außenwelt zeichnet sich vor allem durch große Vorsicht und Umsicht aus. Als die globalen Finanzmärkte in den 1990er Jahren und Anfang der 2000er Jahre rasant wuchsen und die Vielfalt und Komplexität von Finanzprodukten explodierte, beschränkte die chinesische Führung den Marktzugang ausländischer Unternehmen weitgehend auf Investitionen und kommerzielle Bankdienstleistungen im Großkundenbereich. Die Zugangsbedingungen sind und bleiben streng, und die regulatorischen Anforderungen für ausländische Unternehmen

<sup>2</sup> Siehe „Chinas Kapitalmärkte – Struktur und Marktentwicklung“ in dieser Publikation.

**Komplexe Finanzinstrumente stark reguliert**

liegen nach wie vor deutlich über denen für chinesische Finanzunternehmen, an denen der Staat weiterhin eine wesentliche Beteiligung hält. Komplexe Finanzinstrumente wie Derivate oder komplizierte Finanzstrukturen sind für alle Marktteilnehmer weiterhin stark reguliert, und die Regulierungsbehörden sind streng darauf bedacht, alle Marktaktivitäten eng zu kontrollieren.

**Beteiligung an der globalen Finanzmarktdiplomatie...****Wachsende internationale Einbindung und bilaterale Bemühungen um regulatorische Kooperation**

Eine stärkere Beteiligung an der globalen Finanzmarktdiplomatie ist ein wesentlicher Bestandteil der Regierungspolitik Chinas bei der Öffnung seiner Finanzmärkte für die Weltwirtschaft.

**... auf multilateraler Ebene...**

Der erste Schritt war Chinas Mitgliedschaft bei Weltbank und Internationalem Währungsfonds (IWF) 1980, danach trat das Land den wichtigsten internationalen und multilateralen Finanzorganisationen bei, u.a. 1986 der Asian Development Bank (ADB), 1996 der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), zu der China bereits 1984 Geschäftsbeziehungen aufgenommen hatte, und 2001 der Welthandelsorganisation WTO, bei der China seit Gründung der WTO 1995 Beobachterstatus hatte. China gehört auch zu den Mitgliedern der G20, der Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer. Ab 2008 beteiligte sich China auch an der Internationalen Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG).

**... und durch bilaterale Dialoge**

Neben diesen multilateralen Gremien beteiligt sich China auch an mehreren bilateralen Initiativen im Bereich der Finanzmarktpolitik. Als die Finanzmärkte Chinas in den 1990er Jahren immer bedeutender wurden, wurde auch China für andere Finanzmärkte als Partner bilateraler Abkommen über Vorzugsbehandlung und regulatorische Konvergenz zunehmend attraktiv. China nutzte wiederum die sich daraus ergebenden Geschäftschancen und den Austausch regulatorischer und aufsichtsrechtlicher Erfahrungen. Die beiden wichtigsten bilateralen Initiativen sind der 2005 von der Europäischen Kommission und dem chinesischen Finanzministerium ins Leben gerufene EU-China Macroeconomic and Financial Markets Regulatory Dialogue (FMRD) und der U.S.-China Strategic Economic Dialogue (SED) zwischen US-Treasury und dem chinesischen Finanzministerium, der Ende 2006 aufgenommen wurde.

**EU-China-Dialog spielt eine wichtige Rolle bei der regulatorischen Konvergenz...**

Der amerikanische SED verfolgt einen breiten Ansatz zur Untersuchung langfristiger strategischer Wirtschaftsfragen, einschließlich Devisenkurse und Sparquoten, Entwicklung effizienter innovativer Dienstleistungssektoren und Sondierungsgespräche über ein bilaterales Investitionsabkommen.

**... mit Schwerpunkt auf regulatorischen Schlüsselprojekten**

Der FMRD der EU ist hingegen stärker fokussiert und zielt auf eine engere Kooperation und Konvergenz bei regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Praktiken, einschließlich Bankenregulierung und Umsetzung der Eigenkapitalanforderungen nach Basel II, Wertpapiermarktregulierung und Fragen des gegenseitigen Marktzugangs, Regulierung des Versicherungsmarkts und Auswirkungen des Solvency II-Projekts der EU-Kommission sowie allgemeinerer regulatorischer Fragen, u.a. Rechnungslegungsvorschriften und Umsetzung der IFRS (International Financial Reporting Standards).

## Zugangsbedingungen für ausländische Unternehmen ständig verbessert

### Rechtlicher Rahmen des chinesischen Finanzmarkts

Unternehmens- und Produktlizenzierung, Wohlverhaltensregeln und Aufsichtsnormen werden in gesetzlichen Rahmenvorschriften geregelt, die in den letzten zehn Jahren fortlaufend weiterentwickelt wurden.

Folgende Gesetze sind von unmittelbarer Bedeutung für Finanzaktivitäten:

- Bankengesetz
- Fondsgesetz
- Versicherungsgesetz
- Wertpapiergesetz

Zusätzliche Rahmenvorschriften zu Finanzdienstleistungen sind enthalten in

- Anti-Geldwäsche-Gesetz
- Regulierung des Terminkontrakthandels
- Gesetz zur Bankenregulierung
- Gesetz zur Bankenaufsicht
- Geschäftsbankengesetz
- Gesetz zum Gesellschaftsrecht
- Regulierung der Devisenverwaltung
- Maßnahmen zur Verwaltung inländischer Wertpapiere durch QFIIs

Die Umsetzung dieser Gesetze geschieht in der Form von Verwaltungsvorschriften, Bekanntmachungen, Verordnungen und Richtlinien durch den Staatsrat oder eine der Regulierungsbehörden.

Auf einer breiteren Basis werden die operativen Geschäfte von Finanzdienstleistern auch durch die allgemeinen chinesischen Wirtschafts- und Handelsgesetze erfasst, wie z.B.

- Anti-Monopol-Gesetz
- Unternehmenskonkursgesetz
- Gesetz zu Unternehmen und Finanzanlagen in Staatsbesitz
- Gesetz zu ausländischen Wirtschaftsverträgen
- Gesetz über Partnergesellschaften
- Eigentumsgesetz
- Verordnung zu ausländischen Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüssen
- Gesetz über chinesisch-ausländische Joint Ventures

## Marktzugang und Finanzmarktregulierung – Grundregeln für ausländische Marktteilnehmer

Infolge der chinesischen Politik der Finanzmarktöffnung für ausländische Unternehmen haben sich die Bedingungen für einen Marktzugang ausländischer Unternehmen in den letzten Jahren stetig verbessert. Obwohl der Zugang zu den Finanzmärkten Festlandchinas eindeutig stärker beschränkt ist als der Zugang zu den Märkten der traditionellen Industriestaaten und nur wenige, stark regulierte Pfade zum chinesischen Binnenmarkt führen, stehen Banken und Finanzinvestoren heute verschiedene Wege offen.

### Ausländische Banken:

Ausländische Banken haben drei Zugangsmöglichkeiten zum chinesischen Markt:

- Über eine Banklizenz: Eine ausländische Bank kann in China eine Bankenlizenz beantragen. Ende 2007 waren insgesamt 24 zu 100% mit ausländischem Kapital finanzierte Banken mit einer lokalen Bankenlizenz registriert.
- Über eine Minderheitsbeteiligung an einer chinesischen Bank: Eine ausländische Bank kann an einer chinesischen Bank eine Minderheitsbeteiligung erwerben. Der ausländische Anteil an einer chinesischen Bank ist auf insgesamt 24,99% der Aktien begrenzt. Auf einen einzelnen Investor dürfen höchstens 19,99% entfallen. Eine ausländische Bank kann in höchstens zwei chinesischen Banken eine Minderheitsbeteiligung halten.
- Über ein Joint Venture: Ausländische Banken können mit chinesischen Banken eine Joint-Venture-Vereinbarung treffen.

### Ausländische Investoren

Ein ausländischer Portfolioinvestor kann beim CSRC den Status eines „Qualified Foreign Institutional Investor“ (QFII) beantragen. Ende 2007 hatten 52 ausländische Investoren diesen Status. Als QFII muss ein ausländischer Investor – Fondsmanager, Versicherungsgesellschaft, Wertpapierunternehmen oder sonstige Managementeinrichtung – die folgenden Bedingungen erfüllen:

- Um den Status eines QFII zu erhalten, muss ein Fondsmanagement- oder Versicherungsunternehmen seit mindestens fünf Jahren bestehen und mindestens USD 5 Mrd. verwalten. Die für Wertpapiergesellschaften geltenden Werte sind 30 Jahre bzw. Aktiva von USD 10 Mrd. bzw. für Geschäftsbanken USD 10 Mrd. sowie eine Position unter den 100 größten Banken weltweit nach Bilanzsumme.
- Die CSRC setzt eine Quote als Obergrenze des von QFIIs zu investierenden Gesamtkapitals fest, die derzeit bei USD 30 Mrd. liegt.
- Ein als QFII anerkannter Investor kann in A-Aktien, Staatsanleihen, Wandelanleihen oder sonstige Finanzinstrumente investieren, einschließlich Erwerb von Aktien durch IPOs.
- Hierzu muss ein QFII mit einer chinesischen Geschäftsbank zusammenarbeiten, die als Verwahrer der erworbenen Finanzwerte fungiert. Der QFII muss bei der Depotbank ein Konto auf Renminbi-Basis führen, der einzige Kanal, über den ausländisches Kapital fließen kann. Ende 2007 waren 12 Banken als Depotbanken zugelassen, von denen fünf Filialen ausländischer Banken in China waren.

**Kriterien des QFII-Status**

- Überweisungen müssen von der Devisenaufsichtsbehörde (State Administration of Foreign Exchange, SAFE) genehmigt werden.
- Für den Handel muss eine chinesische Wertpapiergesellschaft eingeschaltet werden.
- Ein QFII kann höchstens 10% der umlaufenden Aktien eines chinesischen börsennotierten Unternehmens erwerben. Insgesamt dürfen höchstens 20% eines chinesischen börsennotierten Unternehmens von QFIIs gehalten werden.

**Beschränkter Zugang zu chinesischen Wertpapieren für Nicht-QFII**

Einem ausländischer Portfolio-Investor, der nicht den Status eines QFII genießt, aber in chinesischen Wertpapieren investieren möchte, stehen zwei Wege offen:

- Ein ausländischer Investor kann eine Beteiligung an einer chinesischen Wertpapier- oder Investmentfondsgesellschaft anstreben. Ende 2007 meldete die CSRC sieben mit ausländischem Kapital finanzierte Wertpapiergesellschaften, 28 mit ausländischem Kapital finanzierte Fondsmanagementgesellschaften und drei mit ausländischem Kapital finanzierte Terminhandelsunternehmen.
- Ein ausländischer Investor kann sich auch mit dem Erwerb von H-Aktien oder 'Red-Chips' behelfen – Anteile an einem der 90 Unternehmen, die zwar ihren Sitz in China haben, aber außerhalb der Volksrepublik registriert sind und an der Börse von Hongkong gelistet sind –, oder von B-Aktien an der Börse von Shanghai und Shenzhen.

So genannte ausländische strategische Investoren – d.h. ausländische Investoren, die Anteile an chinesischen Unternehmen als Direktinvestitionen mit operativen Absichten erwerben wollen – dürfen seit 2002 Anteile staatlicher Betriebe oder Aktien börsennotierter Unternehmen erwerben. Diese Direktinvestitionen unterliegen weitreichenden Beschränkungen.<sup>3</sup> Wichtig ist, dass diese chinesischen Unternehmen mit ausländischen Beteiligungen in Festlandchina Aktien und Anleihen begeben dürfen.

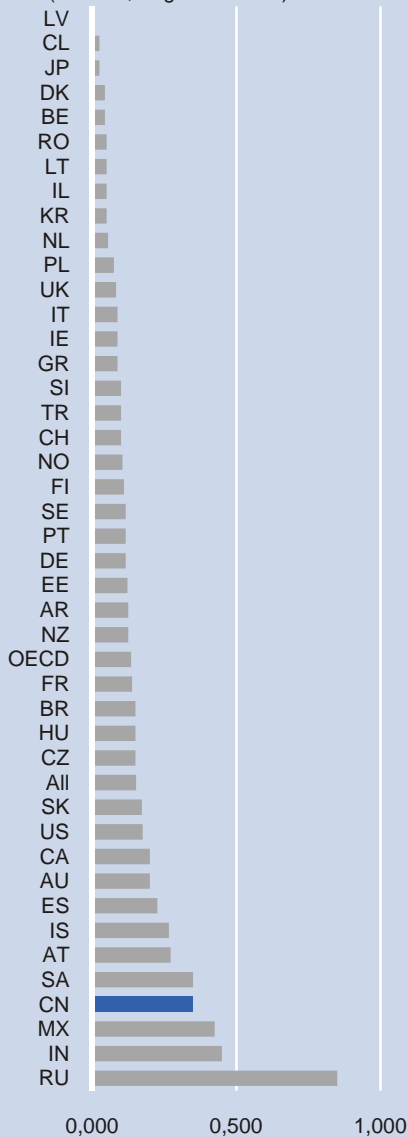
**Institutioneller Rahmen**

Die Zulassung von Organisationen und Produkten zum chinesischen Finanzmarkt unterliegt der Lizenzierung durch die zuständige Aufsichtsbehörde, die auch Quoten und detaillierte Bedingungen für die Erteilung der Lizenz festlegt, falls dies im entsprechenden Gesetz gefordert wird.

Seit den Reformen in den 1990er Jahren ist die Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte in ein zweistufiges System nach Branchen gegliedert, in dem spezielle Gremien als Regulierungs- und Aufsichtsbehörden fungieren. Als wichtigste Normenquelle werden Gesetze vom chinesischen Staatsrat verabschiedet.

Die Regulierungs- und Aufsichtsgremien der einzelnen Branchen sind dem Staatsrat untergeordnet und setzen die Gesetze in ihrem jeweiligen Tätigkeitsbereich um. Im Bereich der Regulierung veröffentlichen sie zur Umsetzung der Finanzmarktgesetze Verwaltungsvorschriften, Bekanntmachungen, Verordnungen und Richtlinien. Im Bereich der Aufsicht sind sie für die Erteilung von Lizenzen für Organisationen und Produkte sowie die Überwachung reibungsloser Abläufe an den Märkten und eines angemessenen Verhaltens der Marktteilnehmer verantwortlich.

Beschränkungen ausländischer Direktinvestitionen: Chin. Versicherungsmarkt  
 OECD-Index für regulatorische Beschränkungen von Auslandsinvestitionen, nationale Versicherungsmärkte, Ende 2006 (0=open, 1=geschlossen)



Quelle: OECD 1

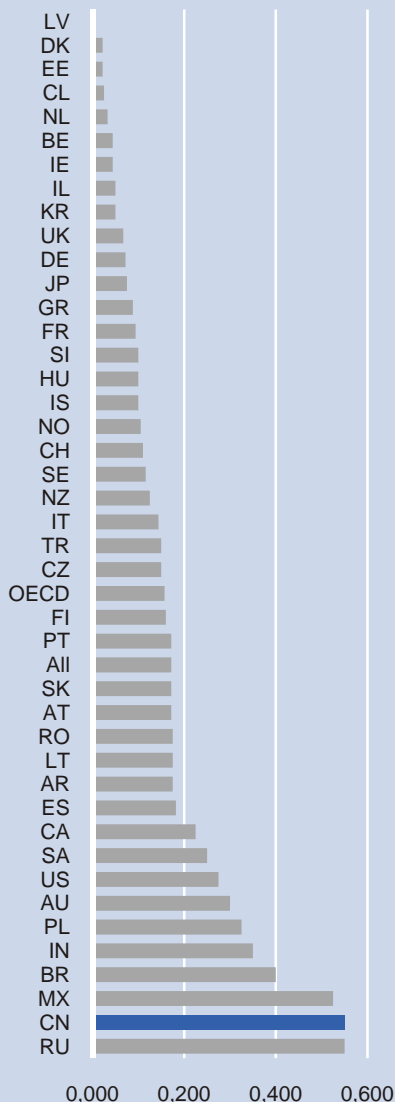
<sup>3</sup> Nähere Einzelheiten in Kern, Steffen. Staatsfonds und Investitionspolitik – der aktuelle Stand. Aktuelle Themen Nr. 449. 14. Juli 2009. Frankfurt am Main.

### Dreigeteilte Zuständigkeit für Finanzaufsicht

Am Bankenmarkt werden diese Funktionen von PBC und CBRC übernommen. Die Wertpapiermärkte werden von der CSRC reguliert und beaufsichtigt. Der Versicherungsmarkt fällt in den Tätigkeitsbereich der Versicherungsaufsicht CIRC. Der Aufbau stimmt daher weitgehend mit der regulatorischen Struktur in der EU überein, wo die Rahmengesetze von Rat und Europäischem Parlament verabschiedet werden, während Marktregulierung und Umsetzung der Vorschriften in den Händen der Europäischen Kommission sowie der drei europäischen Regulierungsausschüsse für Banken (CEBS), für Wertpapiere (CESR) und für Versicherungen (CEIOPS) liegen.

In China werden die drei Regulierungs- und Aufsichtsbehörden von weiteren Gremien ergänzt, die Aufgaben der Regelsetzung und Aufsicht übernehmen, wie z.B. die Finanz- und Arbeitsministerien, die gemeinsam für den National Social Security Fund zuständig sind, National Development and Reform Commission, die den Wertpapiermarkt beaufsichtigt, SAFE, China Foreign Exchange Trade System, China Government Securities Depository Trust and Clearing Corporation, das Anti-Monopoly Bureau (AMB) des chinesischen Handelsministeriums sowie weitere Regulierungs- und Selbstregulierungsorganisationen.

Beschränkungen ausländischer Direktinvestitionen: Chinesischer Bankenmarkt  
OECD-Index für regulatorische Beschränkungen von Auslandsinvestitionen, nationale Bankenmärkte, Ende 2006, (0=open, 1=geschlossen)



Quelle: OECD **2**

### Schaffung vergleichbarer Wettbewerbsbedingungen – die Sorge ausländischer Newcomer

Trotz der Bemühungen der chinesischen Regierung, Barrieren abzubauen, bleibt der Zugang zu den chinesischen Finanzmärkten begrenzt. Ein Indikator hierfür ist ein Index der OECD (Regulatory Restrictiveness Index), der die Höhe regulatorischer Hürden für den Marktzugang durch ausländische Direktinvestitionen untersucht. Nach diesem Index belegt der chinesische Versicherungsmarkt den vierten Platz unter den am stärksten abgeschotteten Märkten (siehe Grafik 1) sowie der chinesische Bankenmarkt den zweiten Platz (siehe Grafik 2) unter den Industrie- und Schwellenländern weltweit.

China lässt bei der Öffnung seiner Märkte Vorsicht walten – insbesondere im Lichte der weltweiten Finanzkrise. Ausländische Marktteilnehmer unterstützen diese Vorgehensweise. Sie benennen jedoch auch eine Reihe regulatorischer Beschränkungen für ausländische Banken und Finanzunternehmen, bei denen sie Fortschritte für beide Seiten, ausländische Firmen und den chinesischen Finanzmarkt, für möglich halten.<sup>4</sup>

Im Fall der Bankenregulierung könnten in folgenden Bereichen wesentliche Verbesserungen erreicht werden:

— Koordinierte Regulierung und Aufsicht

Aufgrund der zunehmenden Komplexität von Finanzprodukten und -prozessen sowie des Umfangs der geforderten Berichtspflichten müssen Banken immer häufiger Mitteilungen an eine Vielzahl von Behörden senden bzw. deren Genehmigung einholen, u.a. PBC, SAFE, SAT, CSRC und CIRC. Zur Steigerung von Effizienz und Beständigkeit der Abläufe wären für die Banken eine bessere Abstimmung zwischen den jeweiligen Behörden sowie die Benennung einer einzigen Stelle für Antrags- und Berichtsverfahren wünschenswert.

— Ausländische Kredite

Die Möglichkeit der Kreditaufnahme im Ausland wird für Unternehmen und Banken von den Behörden beschränkt, um die

<sup>4</sup> Nähere Einzelheiten in Kern, Steffen. Staatsfonds und Investitionspolitik – der aktuelle Stand. Aktuelle Themen Nr. 449. 14. Juli 2009. Frankfurt am Main.

**Vorschläge der Marktteilnehmer**

Auslandsverschuldung des Landes und Devisenspekulationen unter Kontrolle zu halten. Angesichts der enormen Geschäftsausweitung behindern diese Quoten jedoch gleichzeitig Unternehmen in ihrer Expansion und Banken bei Auslandskrediten und Liquiditätsmanagement. Die Marktteilnehmer fordern daher eine Erhöhung der jeweiligen Quoten und eine höhere Liquidität für Banken am Binnenmarkt durch marktbasierende Finanzierungsmöglichkeiten.

## — Eigentumsregeln

Nach einer fünfjährigen Übergangsperiode nach dem Beitritt Chinas zur WTO sollte China eigentlich alle nichtaufsichtsrechtlichen Eigentumsbeschränkungen für Beteiligungen an chinesischen Banken aufheben. Trotz Fortschritten besteht bei den Marktteilnehmern Unsicherheit über den rechtlichen Status dieser mit ausländischem Kapital finanzierten Banken und inwieweit inländische oder ausländische Regularien greifen, so dass um eine WTO-konforme Klärung ersucht wurde.

## — Betriebsort

**Ausländische Banken stehen vor regulatorischen Hürden, u.a. ...**

Ausländische Banken müssen Systeme zur Datenverarbeitung in China bereitstellen, bevor sie eine Lizenz zur Ausgabe von Kreditkarten erhalten. Vor dem Hintergrund der damit verbundenen Kosten und der Tatsache, dass ein derartiger Schritt zur Wahrung der systemischen Integrität nicht erforderlich ist, halten es Marktteilnehmer für wünschenswert, diese Bedingung zu streichen.

## — Ausweitung des Filialnetzes

Bei der Ausweitung ihres Filialnetzes unterliegen zu 100% mit ausländischem Kapital finanzierte Banken umfangreichen Dokumentationsvorschriften für einzelne Projekte; die zuständigen Behörden wurden daher aufgefordert, diese Berichtspflichten zu lockern, z. B. durch Zusammenfassung mehrerer Anträge auf Jahresbasis.

## — Beschränkungen bei Verbraucherkrediten

Ausländische Banken müssen für die Ausgabe von Bankkarten, wie z. B. Kreditkarten, oder von spezifischen persönlichen Darlehen umfangreiche Antragsverfahren durchlaufen. Daher haben die Marktteilnehmer die Behörden um Klärung der Antragsbedingungen und -kriterien sowie Prüfung der Einrichtung spezieller Kreditkartengesellschaften gebeten.

## — Kapitalanforderungen

**Kapitalanforderungen, ...**

Filialen von mit ausländischem Kapital finanzierten Banken müssen 30% ihres Kapitals bei chinesischen Banken einlegen, wodurch ihnen ein deutlicher Wettbewerbsnachteil entsteht. Ausländische Banken wünschen daher eine Abschaffung dieser Betriebsmitteleinlage und eine Reduzierung der Kapitaladäquanzquote oder eine sektorübergreifende Konsolidierung.

## — Verhältnis von Krediten zu Einlagen

Ab 2011 gilt für mit ausländischem Kapital finanzierte Banken eine Quote von Krediten zu Einlagen von 75%, was aufgrund ihres begrenzten Filialnetzes einen Wettbewerbsnachteil bedeuten dürfte. Ausländische Banken ersuchen daher um eine Ausweitung der anzurechnenden Einlagen oder eine vollständige Streichung der 75%-Regel, zumal bereits andere Quoten zur Begrenzung der Kreditexpansion bestehen.

<b>... und Lizenzanfragen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>— RMB-Lizenzen Um eine RMB-Lizenz zu erhalten, muss die Filiale einer ausländischen Bank dreijährige Erfahrungen im Devisengeschäft nachweisen, zwei davon mit Gewinnausweis. Auch diese Bedingung wirkt sich deutlich negativ auf die Wettbewerbsposition aus, so dass ausländische Banken ihre völlige Abschaffung fordern.</li><li>— Repräsentanzen Von Repräsentanzen aus kann eine ausländische Bank nicht-operatives Geschäft im Zusammenhang mit der beabsichtigten Gründung einer ausländischen Bank betreiben wie Kontaktabbau, Marktuntersuchung und Beratung. Bislang kann eine ausländische Bank nur eine Repräsentanz in ganz China eröffnen – Marktteilnehmer fordern daher eine Abschaffung dieser Begrenzung.</li></ul>
<b>Ausländische Investmentfirmen unterliegen:</b>	Im Bereich der Wertpapiermarktregulierung ist der Marktzugang weiterhin stark begrenzt, so dass Marktteilnehmer in einer Reihe von Anfragen für eine weitere Öffnung plädieren:
<b>Eigentumsbeschränkungen...</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>— Wertpapier- und Fondsgeschäft Der chinesische Wertpapiermarkt bleibt gegenüber Wettbewerb aus dem Ausland weitgehend abgeschottet. Daher gibt es keine Wertpapier- oder Fondsgesellschaften mit ausländischer Mehrheitsbeteiligung. Ähnlich ist auch das Geschäftsvolumen von Joint Ventures im Wertpapierbereich zu vernachlässigen. Ausländische Unternehmen dürfen auch keine Mehrheitsbeteiligung an einer chinesischen Fondsmanagementgesellschaft erwerben. Marktteilnehmer fordern daher eine Abschaffung der Begrenzung auf 33% und weiterer Beschränkungen ausländischer Beteiligungen an Wertpapier-Joint-Ventures sowie der Beschränkung ausländischer Beteiligungen an Joint-Venture-Fondsmanagement-Gesellschaften auf 49%.</li><li>— Anleiheemission Die Beteiligung ausländischer Banken am chinesischen Anleihemarkt ist stark eingeschränkt. Ausländische Banken dürfen inländische Anleihen für Endkunden weder kaufen noch verkaufen, sie dürfen weder Commercial Paper am chinesischen Interbankenmarkt handeln noch Asset-Backed Securities, oder bei der Emission chinesischer Finanz- oder Unternehmensanleihen mitwirken. Ausländische Akteure appellieren daher an die Behörden, diese Verbote aufzuheben und am chinesischen Anleihemarkt internationale Marktpraktiken einzuführen.</li></ul>
<b>... und Marktausschlussregeln</b>	
<b>Vor China liegt noch ein langer Weg, ...</b>	Die lange Vorschlagsliste ausländischer Marktteilnehmer zeigt, dass China noch einen weiten Weg gehen muss, bevor ausländische Firmen an den chinesischen Finanzmärkten auf einer Ebene mit inländischen Unternehmen operieren können. Gleichzeitig äußern sie sich optimistisch über die Aussichten auf eine Erleichterung der Beschränkungen vor dem Hintergrund der erklärten Verpflichtung der chinesischen Regulierungsbehörden, ihre Politik der Marktöffnung fortzusetzen und so die Vielfalt der für die chinesische Bevölkerung angebotenen Produkte zu erweitern, die Effizienz und Liquidität der Märkte zu erhöhen und dadurch das Preisniveau über den gesamten Sektor hinweg zu senken sowie den Transfer von Marktexpertise von internationalen Akteuren auf chinesische Firmen zu fördern.
<b>... aber ausländische Investoren bleiben optimistisch</b>	

<b>Finanzkrise belastet Regulierungsbehörden weltweit</b>	Die Schlüsselfrage ist, ob die chinesischen Behörden diese Verpflichtung vor dem Hintergrund der jüngsten Ereignisse an den internationalen Finanzmärkten einhalten. Die Finanzkrise stellt für die Finanzregulierungsbehörden weltweit eine schwere Belastung dar. Sie stellt die Wirksamkeit bestehender regulatorischer und aufsichtsrechtlicher Vorschriften in Frage und löst die Überprüfung des Erfordernisses zusätzlicher und neuer Regeln sowie eine kritische Prüfung der momentan praktizierten Aufsicht aus. Angesichts des Ausmaßes und des Tempos des Übergreifens der Auswirkungen auf alle Finanzmärkte der Welt werden immer häufiger Zweifel an den Vorzügen einer Liberalisierung der chinesischen Finanzmärkte und ihrer Integration in die Weltwirtschaft laut. Obwohl diese Argumente insgesamt an den eigentlichen Gründen für die Turbulenzen an den Finanzmärkten vorbeigehen, besteht die Gefahr, dass regulatorische Reaktionen durch eine nationalistische und protektionistische Sichtweise der Finanzmärkte beeinflusst werden.
<b>Chinesische Finanzmärkte schwer getroffen</b>	Diese Gefahr besteht auch in Schwellenländern wie China, das erst seit kurzem Teil der globalen Finanzmärkte ist. China wird – trotz aller Vorsicht bei der Liberalisierung seiner Finanzmärkte und der relativ geringen Integration in die globalen Finanzmärkte – schwer von der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise belastet. <sup>5</sup>
<b>Weitere Marktöffnung dürfte Effizienz erhöhen</b>	Aber unabhängig von der Finanzkrise liegen die Vorteile liberaler und offener Finanzmärkte auf der Hand, besonders in Ländern wie China, wo der unglaubliche wirtschaftliche Erfolg der letzten Jahrzehnte u.a. weitgehend verbesserten Finanzierungsbedingungen, die parallel dazu entstanden, zuzuschreiben ist. Ähnlich können die zunehmenden Herausforderungen der Förderung privater Altersvorsorge nur durch effiziente finanzielle Lösungen bestanden werden.
<b>China hält an Marktöffnung fest</b>	Eine Abschottung nationaler Volkswirtschaften gegenüber dem internationalen Umfeld wäre sicherlich die falsche Antwort auf die globalen Herausforderungen, vor denen Industrie- und Schwellenländer jetzt stehen. Daher ist es umso beruhigender, dass China weiterhin zu seiner Verpflichtung der Marktöffnung und Intensivierung der internationalen Zusammenarbeit steht. China spielt heute eine konstruktive Rolle im G20-Prozess zur Neuordnung der globalen Finanzmärkte, der beim Weltfinanzgipfel in Washington am 15. November 2008 ins Leben gerufen wurde. Vor kurzem bekannte sich Premier Wen Jiabao erneut zu offenen Märkten und internationaler Zusammenarbeit <sup>6</sup> und schlug eine stärkere internationale wirtschaftliche Integration, ein reformiertes internationales Finanzsystem, eine verstärkte Zusammenarbeit bei der Finanzmarktregulierung und -aufsicht sowie eine engere globale Kooperation bei allgemeinen wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und die Umwelt betreffenden Fragen als unverzichtbaren Bestandteil einer neuen Weltwirtschaftsordnung vor.
<b>Regulatorische Konvergenz und Zusammenarbeit mit EU bei der Finanzmarktaufsicht ein Schlüsselobjekt</b>	Neben einer Krisenlösung lässt die wachsende Bedeutung der chinesischen Finanzmärkte, die in den kommenden Jahren zu erwarten ist, den Schluss zu, dass sich eine weitreichende Konvergenz chinesischer und internationaler regulatorischer Standards äußerst vorteilhaft auswirken dürfte. Dies trifft besonders für China selbst zu, dessen Binnenmarktentwicklung entscheidend profitieren würde, wenn der Markteintritt ausländischer Unternehmen nicht nur durch

<sup>5</sup> Nähere Einzelheiten in: „Chinas Bankensektor – der Abschwung als Testfall“ in dieser Publikation.

<sup>6</sup> Nähere Einzelheiten siehe Europäische Handelskammer in China (EUCCC)(2008). European Business in China Position Paper 2008. Peking.

**Stärkere internationale Konvergenz zu erwarten**

einen Abbau von Barrieren im Investitionsbereich erleichtert werden würde, sondern auch durch die Aufhebung regulatorischer Unterschiede.

Angesichts der aktuellen grenzüberschreitenden politischen Initiativen dürfte sich das regulatorische Umfeld nach der Krise durch eine wesentlich stärkere Konvergenz regulatorischer Normen und aufsichtsrechtlicher Praktiken auszeichnen, als dies in der Vergangenheit zu beobachten war. Sich diesem Prozess möglichst früh anzuschließen dürfte für China besonders vorteilhaft sein, da der regulatorische Rahmen für die chinesischen Finanzmärkte erst erstellt und präzisiert wird. Eine frühzeitige Angleichung der Inlandsregeln an internationale Standards kann dazu beitragen, die regulatorischen Kosten sowohl auf der Seite der Regulierungsbehörden als auch der Marktseite niedrig zu halten.

**Weiterhin vorsichtiges Vorgehen Chinas**

Chinas Teilnahme an wichtigen internationalen Foren in der jüngsten Vergangenheit und sein vorsichtiges Vorgehen bei der Öffnung seiner Finanzmärkte stellen wichtige Fortschritte dar. Besonders der Dialog mit der EU erweist sich als wertvolles Instrument zum Austausch regulatorischer Erfahrungen. Angesichts neuer regulatorischer Projekte infolge der Finanzkrise auf internationaler Ebene und mit Blick auf eine möglichst hohe grenzüberschreitende Kohärenz der Finanzmarktregeln dürften China und die EU den Vorteil einer Intensivierung dieses Austausch klar erkennen und – ohne die Verdienste des bisherigen vorsichtigen Vorgehens in Frage stellen zu wollen – künftig auf eine größere regulatorische Konvergenz und Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht hinarbeiten.

Steffen Kern (+49 69 910-31889, [steffen.kern@db.com](mailto:steffen.kern@db.com))

## Die Internationalisierung chinesischer Finanzinstitutionen

### Einführung

#### Chinesische Rohstoffinvestitionen im Ausland erregten Aufmerksamkeit

Die seit Beginn dieses Jahrzehnts von chinesischen Firmen unternommenen Globalisierungsanstrengungen wurden in den letzten Jahren mit großer Aufmerksamkeit verfolgt.<sup>1</sup> Diese Unternehmen investieren schwerpunktmäßig in ressourcenreiche Entwicklungsländer, überwiegend in Afrika und Lateinamerika, aber auch – in geringerem Umfang – in Industriestaaten wie Kanada oder Australien. Neben dem Rohstoffsektor wurde auch im verarbeitenden Gewerbe investiert. Die Motive sind hier wohl hauptsächlich Zugang zu Technologien, Management-Know-how und Markennamen sowie Zugang zu entwickelten Märkten.

#### Zweite Investitionswelle im Ausland geht von Finanzinstituten aus

In einer augenscheinlich zweiten Welle chinesischer Investitionen im Ausland beginnen nun auch Finanzinstitutionen wie Banken und Versicherungsunternehmen, weltweit aktiv zu werden. Wie bei Industrieunternehmen wirft diese Entwicklung eine Reihe wichtiger Fragen auf, z.B:

- Wer sind diese Finanzinstitutionen, die im Ausland investieren?
- Welche Gründe stehen hinter dieser Expansion?
- Gibt es eine explizite offizielle Strategie?
- Wie wirken sich diese Investitionen auf die ausländischen Zielunternehmen und die Empfängerländer aus?
- Und nicht zuletzt: Was bedeutet die Weltfinanzkrise für die internationalen Investitionsaktivitäten chinesischer Finanzinstitutionen?

### Bestandsaufnahme

#### Zunehmende Internationalisierung ist nicht völlig neu, ...

Die zunehmende Internationalisierung chinesischer Finanzinstitutionen ist kein völlig neues Phänomen. Eine vor kurzem von der Boston Consulting Group (BCG)<sup>2</sup> durchgeführte Untersuchung stellt fest, dass die Auslandsinvestitionen chinesischer Banken in zwei Phasen unterteilt werden können. In der ersten Phase zwischen 1993 und 2005 kam es im Durchschnitt zu einer einzigen grenzüberschreitenden Akquisition durch eine chinesische Bank pro Jahr, wobei sich die meisten Transaktionen auf einen Wert jeweils unter USD 20 Mio. beliefen. Außerdem fanden alle Transaktionen in „Greater China“, d.h. in Hongkong und Macao, statt. Seit Beginn der zweiten Phase 2006 „erhöhten sich Frequenz, Reichweite und Umfang der Transaktionen“.<sup>3</sup> Zwischen 2006 und Mitte 2008 wurden 11 Deals abgeschlossen – gegenüber 13 Deals von 1993 bis 2005. Seit 1993 investierten chinesische Banken beinahe USD 18 Mrd. in M&A-Abschlüsse im Ausland, über 80% davon seit 2006. Während der ersten Phase belief sich das M&A-Gesamtvolumen auf lediglich USD 2,8 Mrd. Die letzten M&A-Transaktionen fanden auch weitgehend außerhalb Greater China statt (siehe Tabelle 1).

#### ... beschleunigt sich aber in letzter Zeit

<sup>1</sup> Siehe zum Beispiel Lunding, Andreas (2006). Chinesische Firmen auf dem Vormarsch: Investitionen chinesischer Firmen im Ausland. Aktuelle Themen, China Spezial. Deutsche Bank Research. September 2006. Frankfurt am Main.

<sup>2</sup> Leung, Frankie, Holger Michaelis und Tjun Tang (2008). Venturing Abroad: Chinese Banks and Cross-Border M&A. The Boston Consulting Group. September 2008.

<sup>3</sup> Ibid. S. 6.

## Grenzüberschreitende M&amp;A-Abschlüsse chin. Finanzinstitute beschleunigen sich

Chinesische FI		Ausländisches Zielunternehmen			Art der Beteiligung		Transaktionsvolumen		Datum
Name	In Staatsbesitz (j/n)	Name	Typ	Land/Region	Mehrheit	Minderheit	USD Mio.	% Anteil	
Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)	j	Union Bank of Hong Kong	Bank	Hongkong	X		231	53%	Apr 00
ICBC	j	Fortis Bank (Asia)	Bank	Hongkong	X		278	100%	Jan 04
China Construction Bank	j	Bank of America (Asia)	Bank	Hongkong	X		1.200	100%	Aug 06
ICBC	j	PT Bank Halim	Bank	Indonesien	X		Nicht öffentlich	90%	Dez 06
Bank of China (BoC)	j	Singapore Aircraft Leasing Enterprise Pte.	Leasing	Singapur	X		965	100%	Dez 06
ICBC	j	Seng Heng Bank	Bank	Macao	X		586	80%	Aug 07
China Development Bank (CDB)	j	Barclay's	Bank	UK		X	3.000	3%	Aug 07
ICBC	j	Standard Bank	Bank	Südafrika		X	5.600	20%	Okt 07
China Minsheng Banking Corp.	n	UCBH	Bank	US		X	317	5%	Okt 07*)
BoC	j	The Bank of East Asia	Bank	Hongkong		X	506	5%	Nov 07
Ping An Insurance Company	n	Fortis	FI	Belgien/Niederlande		X	2.700	4%	Nov 07**)
Ping An Insurance Company	n	Fortis Investments	Vermögensverwaltung	Belgien/Niederlande	X		3.000	50%	Mrz 08
China Merchants Bank	n	Wing Lung Bank	Bank	Hongkong	X		2.500	53%	Sep 08

\*) Aufstockungspläne auf 9,9% im Jahr 2008 und auf 20% im Juni 2009 auf insgesamt USD 317 Mio. für die beiden ersten Phasen, erste Beteiligung an einer US-Bank.

\*\*\*) Anteil wurde auf 4,99% oder insgesamt USD 3,2 Mrd. erhöht.

Quellen: Zeitungs- und Unternehmensberichte, BCG, McKinsey, CBRC

1

Eine kleine Zahl chinesischer Finanzinstitutionen ist bei Auslandsinvestitionen in der Form von M&A recht aktiv. Staatliche Banken dominieren hinsichtlich Frequenz und Volumen der Abschlüsse. Seit 2006 entfallen über 50% des Gesamtvolumens aller berichteten Transaktionen auf staatliche Banken wie die Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), Bank of China und China Development Bank (CDB). Aber auch Joint-Stock-Banken wie China Merchants Bank oder Minsheng Banking Corp. haben vor kurzem ihre Investitionen im Ausland aufgestockt. Dies entspricht dem Muster für alle ausländischen M&A-Geschäfte in allen Branchen – etwa 75% aller Transaktionen entfallen auf staatliche Unternehmen.<sup>4</sup> Neben Beteiligungen an ausländischen Finanzinstitutionen investieren chinesische Finanzinstitutionen verstärkt in Neugründungen. Bis Ende 2007 hatten chinesische Banken insgesamt 60 Niederlassun-

<sup>4</sup> Luedi, Thomas (2008). China's Track Record in M&A. The McKinsey Quarterly No. 3 2008, S. 80.



Größeres Gewicht für chinesische Banken Weltrangliste nach Tier-1-Kapital

	2008	2007
ICBC	8	7
Bank of China	10	9
China Construction Bank	13	14
Bank of Communications	54	68
Agricultural Bank of China	71	65

Quelle: The Banker "Top 1000 World Banks" **3**

gen und Tochtergesellschaften in 29 Ländern auf der ganzen Welt mit Gesamtaktiva von USD 267,4 Mrd.<sup>5</sup>

### M&A-Aktivitäten chinesischer Finanzinstitutionen im globalen Zusammenhang

Zwischen 1995 und 2007 erreichten chinesische M&A-Geschäfte im Ausland einen Wert von insgesamt etwa USD 65 Mrd., von denen ein Drittel oder USD 21 Mrd. auf den Öl- und Gassektor entfielen. Die Finanzbranche belegte mit etwa USD 20 Mrd. (30,3%) volumemäßig den zweiten Platz. Alle anderen Branchen folgten mit weitem Abstand.<sup>6</sup> Offizielle Statistiken über Direktinvestitionen im Ausland (FDI) weisen einen etwas geringeren Anteil der Finanzinstitutionen an den Gesamtinvestitionen Chinas im Ausland aus. Bis 2007 hatten Finanzinstitutionen einen Anteil von 14,2% an den Gesamtbeständen der Direktinvestitionen im Ausland. 2007 beliefen sich die Direktinvestitionen aus der Finanzbranche dann auf insgesamt USD 1,7 Mrd., für alle Branchen auf USD 26,5 Mrd. Hierbei stellten die Banken mit 95% der Gesamtinvestitionen aus dem Finanzdienstleistungssektor 2007 den Löwenanteil.<sup>7</sup> Wie Grafik 2 aber deutlich zeigt, sind die Direktinvestitionen der Finanzdienstleistungsbranche im Ausland in der Regel volatiler als die Summe der Direktinvestitionen. Der Anteil an den gesamten, ins Ausland fließenden Direktinvestitionen ging von beinahe 17% im Jahr 2006 auf 6,3% im folgenden Jahr zurück. Die Zahlen für die erste Hälfte 2008 verweisen auf einen starken Anstieg dieses Anteils auf 25% der chinesischen Direktinvestitionen im Ausland.

### Warum im Ausland investieren?

Die Erklärung, warum chinesische Banken Geld für eine Expansion im Ausland haben, liegt in den Entwicklungen des chinesischen Finanzdienstleistungssektors und besonders des Bankensystems Chinas in den letzten zehn Jahren.<sup>8</sup> Nach einer Phase der Bilanzbereinigung und Rekapitalisierung fielen die Quoten notleidender Kredite von über 20% zu Beginn dieses Jahrzehnts auf das relativ niedrige Niveau von knapp über 5%. Aufgrund des starken ausländischen Interesses an chinesischen Banken erbrachten IPOs enorme Summen, und den meisten größeren chinesischen Banken gelang es, einen oder mehrere strategische ausländische Investoren für sich zu gewinnen. Diese Tatsache und stärker als Kredite wachsende Einlagen sorgten für hohe Liquidität bei den chinesischen Finanzinstitutionen, so dass sie auch im Ausland investieren konnten. ICBC und Bank of China gehören zu den zehn größten Banken weltweit. Gemessen am Kernkapital (Tier 1) gehören im asiatisch-pazifischen Raum vier chinesische Banken zu den zehn größten Banken.

Die chinesischen Banken investieren aus ähnlichen Gründen wie Finanzinstitutionen aus den entwickelten Märkten in Neugründungen im Ausland. Sie wollen bei zunehmenden Handelsaktivitäten ihren wichtigsten Kunden folgen, chinesischen multinationalen Unternehmen Finanzdienstleistungen anbieten und ihre Ertragsstruktur

<sup>5</sup> China Banking Regulation Commission (2008). Annual Report 2007. Juni 2008, S. 40. Online: <http://zhuanti.cbrc.gov.cn/subject/subject/nianbao2007/english/ywqb.pdf>

<sup>6</sup> Luedi (2008).

<sup>7</sup> 2007 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment. Ministry of Commerce of the People's Republic of China / National Bureau of Statistics of the People's Republic of China / State Administration of Foreign Exchange, September 2008 (auf Chinesisch). Online: <http://hzs.mofcom.gov.cn/accessory/200809/1222502733006.pdf>

<sup>8</sup> Siehe „Chinas Bankensektor – der Abschwung als Testfall“ in dieser Publikation.

diversifizieren. Auch der Erwerb von Fähigkeiten und Know-how (wie zum Beispiel Unternehmensführung und Risikomanagement) scheint eine wichtige Rolle zu spielen.

Die internationalen M&A-Geschäfte chinesischer Finanzinstitutionen lassen sich grob in zwei Kategorien unterteilen: Finanzinvestitionen auf der einen Seite und stärker strategisch motivierte Investitionen auf der anderen Seite, auch aus ähnlichen Gründen, wie oben für Investitionen in Neugründungen erwähnt. Einige Untersuchungen zu diesem Thema kommen zu dem Schluss, dass verbesserte Fähigkeiten und Kenntnisse besonders im Bereich des Risikomanagements für eine Auslandsinvestition oberste Priorität haben.<sup>9</sup>

### **Eine einheitliche und explizite Regierungsstrategie scheint es nicht zu geben**

Eine einheitliche und explizite Regierungsstrategie, die chinesische Banken und Versicherungsgesellschaften zu Auslandsinvestitionen ermuntert, scheint es nicht zu geben. Während das chinesische Handelsministerium weiterhin hinter der „Going global“-Strategie steht, könnten Aussagen von offizieller Stelle und jüngste Erfahrungen mit gescheiterten Transaktionen (aufgrund einer fehlenden/verweigerten Zustimmung im eigenen Land) auf ein wachsendes Unbehagen innerhalb der politischen Führungsriege über die relativ rasche und unkoordinierte Expansion chinesischer Finanzinstitutionen im Ausland hinweisen.

### **Nicht alle bisherigen Transaktionen sind erfolgreich**

Aus kommerzieller Sicht waren auch nicht alle Unternehmenskäufe der Vergangenheit erfolgreich. Nach Leung et al. (2008) dürften chinesische Banken skeptische Aktionäre beschwichtigen müssen, die Direktinvestitionen im Ausland als kostspielige Aktionen ohne langfristige Vorteile sehen könnten. Ausgelöst wird diese Skepsis in einigen Fällen durch das Fehlen einer klaren Strategie und begründeten Motivation für Investitionen im Ausland – denn letzten Endes geht es darum, aus Fusionen und Übernahmen über längere Zeit einen Wert zu schaffen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass chinesische Banken (wie jedes andere Unternehmen) eine klare Strategie entwickeln müssen, die folgende Punkte umfasst: a) nachvollziehbare Beweggründe für Investitionen im Ausland, b) eine Vorstellung, welche Ziele angepeilt und c) wie die Transaktionen ablaufen sollen, einschließlich des Bieterverfahrens und der Integration.

### **Ausblick**

### **Wirtschaftskrise beeinträchtigt 2009 auch die Gewinne chinesischer Banken**

Wie im Kapitel zu den Entwicklungen im chinesischen Bankensektor dargelegt, werden sich die weltweite Wirtschaftskrise und das deutlich langsamere Wachstum in China auch negativ auf die Ertrags- und Gewinnaussichten chinesischer Banken für 2009 auswirken. Einige der jüngsten Beteiligungen im Ausland haben sich zudem als nicht sonderlich erfolgreich erwiesen – westliche Finanzinstitutionen gerieten in Turbulenzen, erhielten von ihren Regierungen Kapitalspritzen oder wurden sogar verstaatlicht.

### **Dies wird kurzfristig auch die internationale Expansion bremsen**

Dies dürfte in nächster Zeit zu einer deutlichen Verlangsamung der internationalen Expansion chinesischer Finanzinstitutionen führen. Neben abnehmender Liquidität könnte der Widerstand im eigenen Land größer werden, so dass die Regulierungsbehörden eher zögern werden, ihre Zustimmung für Beteiligungen im Ausland zu geben. Daneben könnten auch Aktionäre die Zustimmung für Fusionen und Übernahmen verweigern, die nur deshalb angestrebt werden, weil die erforderliche „Munition“ vorhanden ist. Stattdessen dürfte eine eher strategisch und langfristig ausgerichtete Orientierung die Oberhand gewinnen.

<sup>9</sup> Ngai, John & Yi Wang (2008). Global Investment Strategies for China's Financial Institutions. The McKinsey Quarterly. Juni 2008.

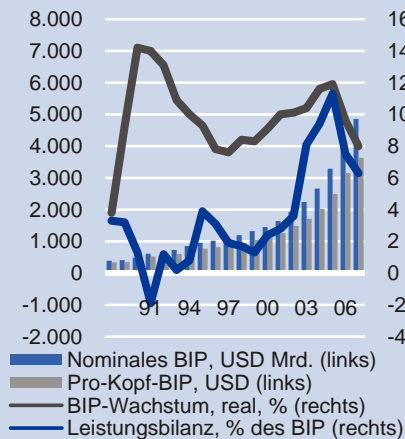
**Auf mittlere Sicht wird viel davon abhängen, wie das Weltwirtschaftssystem die Krise übersteht**

Auf mittlere und längere Sicht wird viel davon abhängen, wie das Weltwirtschaftssystem die Finanzkrise übersteht. Sollten sich protektionistische Tendenzen verstärken, würde dies auch die internationale Expansion chinesischer Finanzinstitutionen dämpfen. Der politische Widerstand dürfte auch an den entwickelten Märkten relativ hoch bleiben, da das nationale Bankensystem als Rückgrat jeder Volkswirtschaft betrachtet wird. Somit dürfte der Spielraum für größere Übernahmen auch bei angeschlagenen Banken nicht nur für chinesische Finanzinstitutionen enger werden.

Steffen Dyck (+49 69 910-31753, [steffen.dyck@db.com](mailto:steffen.dyck@db.com))

### Wirtschaftlicher Fortschritt

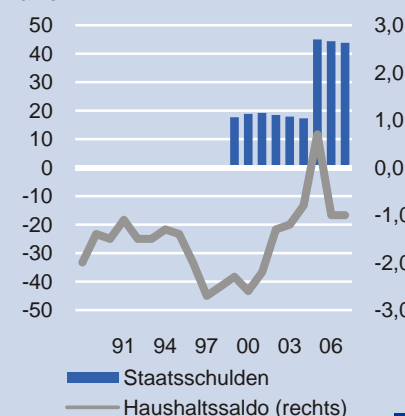
China, nominales BIP in USD Mrd., Pro-Kopf-BIP in USD, nominales BIP-Wachstum in % gg. Vj., Leistungsbilanz als % des BIP



Quelle: DB Research **1**

### Stabile Staatsfinanzen

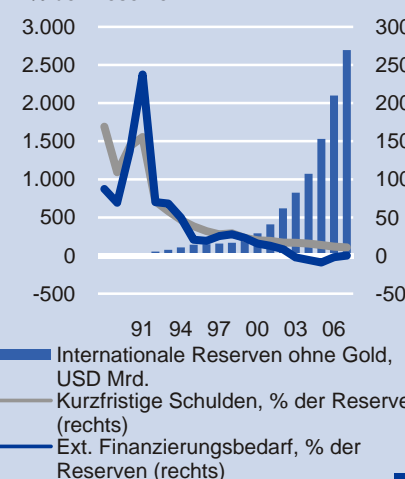
China, öffentliche Verschuldung als % des BIP, Fiskalbilanz als % des BIP, offizielle Zahlen



Quelle: DB Research **2**

### Große Reserven

China, internationale Reserven ohne Gold in USD Mrd., kurzfristige Staatsschulden in % der Reserven, externer Finanzbedarf in % der Reserven



Quelle: DB Research **3**

## Der chinesische Staat – ein globaler Investor

Investitionen staatlicher Investitionsvehikel sind in jüngster Zeit ins Rampenlicht gerückt. Besonders seit Mitte 2007, als die Investitionen von Staatsfonds (Sovereign Wealth Fund, SWF) und ihr möglicher Einfluss ins öffentliche Interesse rückten, sind ausländische Staatsinvestitionen Gegenstand intensiver Debatten in der Finanzwelt, Politik, Wirtschaft und Wissenschaft.

China und seine Investitionen spielen in dieser Debatte eine große Rolle. Erstens verfügt das Land über enorme finanzielle Ressourcen für Investitionen im Ausland. Mit der Mitte 2007 angekündigten Gründung der China Investment Corporation, eines Staatsfonds, gab das Land klar seine Absicht zu erkennen, grenzüberschreitende staatliche Investitionen systematischer als bisher verfolgen zu wollen. Gleichzeitig führten nur vage Informationen über die Ziele und konkreten Investitionsprojekte der CIC und anderer Vehikel unter dem Schirm des Staatsrats zu Verunsicherung in den Empfängerstaaten, vor allem in den USA und Europa. Spekulationen wurden durch aufsehenerregende Beteiligungsprojekte weiter angeheizt – insbesondere die gescheiterte Übernahme von Unocal durch die CNOOC in den USA.<sup>1</sup> Auch der wachsenden Rohstoffhunger Chinas und die Maßnahmen des chinesischen Staats in jüngster Zeit, sich einen Zugang zu natürlichen Ressourcen zu sichern, sorgten für Aufsehen.

Heute ist China einer der größten staatlichen Investoren weltweit, der über eine Reihe staatlicher Institutionen in verschiedenen Assetklassen investiert. Dieser Beitrag untersucht die Quellen für die Finanzkraft des chinesischen Staates, Hinweise auf seine Investitionsaktivitäten sowie das politische Umfeld, in das grenzüberschreitende Investitionen eingebettet sind.

### Quellen der Staatsfonds in China

Die auf der Weltbühne zunehmenden Investitionsaktivitäten Chinas sind auf den steigenden Wohlstand des Landes zurückzuführen, der es ihm ermöglicht, Gelder für Investitionen im In- und Ausland bereitzustellen. Vier Hauptgründe stehen hinter diesem Vorgehen: Erstens kann China aktuelle überschüssige Einkünfte zum Wohl künftiger Generationen sparen und gewinnbringend investieren, vor allem für den Fall, dass der derzeitige Anstieg in Wettbewerbsfähigkeit und Wohlstand des Landes nicht von Dauer sein sollte. Zweitens kann sich China stärker an der Weltwirtschaft beteiligen, indem es mit diesen Investitionen verbundene attraktive komparative Erträge und Geschäftsmöglichkeiten nutzt. Drittens ermöglicht dies dem Land, eine bessere Diversifizierung seiner Einkünfte und seines Assetportfolios zu erreichen und so eventuelle Konzentrationsrisiken zu vermindern. Und schließlich kann China den Aufbau der Devisenreserven reduzieren und diese effizienter nutzen.

Zurzeit stehen China massive wirtschaftliche Ressourcen als Basis für seine Investitionsaktivitäten zur Verfügung. Aufgrund eines von einer starken Exportleistung angetriebenen hohen und beständigen Wirtschaftswachstums (siehe Grafik 1) erwirtschaftet China seit Mitte der 1990er Jahre kontinuierlich hohe Leistungsbilanzüberschüsse.

<sup>1</sup> Nähere Einzelheiten in: Kern, Steffen. Staatsfonds – staatliche Auslandsinvestitionen im Aufwind (2007). Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Dezember 2007. Frankfurt am Main.

**Hohe Leistungsbilanzüberschüsse**

Die Kapitalzuflüsse aus diesen Überschüssen führten in den letzten zehn Jahren über eine enorme Anhäufung von Devisenreserven (siehe Grafik 3) zum größten einzelnen Reserveportfolio der Welt, das mit über einem Drittel der Weltbestände knapp unter der Zwei-Billionen-Marke liegt.

**Schnelleres Reservewachstum...**

Da die staatlichen Verbindlichkeiten mit einer öffentlichen Verschuldung unter 50% und einem niedrigen Fiskaldefizit sehr moderat sind, können diese Reserven weitgehend als Nettoüberschüsse betrachtet werden. Daher sind kurzfristige Verschuldung und externer Finanzbedarf im Verhältnis zu den Reserven ständig bis auf 12% bzw. -2% in diesem Jahr zurückgegangen.

**... hält an – wenn auch abgeschwächt**

Eine Fortsetzung des wirtschaftlichen Erfolgs der chinesischen Volkswirtschaft in den kommenden Jahren unterstellend, dürfte die chinesische Leistungsbilanz weiterhin Überschüsse aufweisen. So dürften bis Ende 2009 die Devisenreserven auf bis zu USD 2,7 Billionen anwachsen. Es überrascht nicht, dass Kapital für staatliche Investitionsvehikel im Übermaß vorhanden ist – die chinesische Regierung stellt allein USD 200 Mrd. für seinen neu gegründeten Staatsfonds bereit.

**Chinesischer Staat investiert über verschiedene Vehikel**

Der chinesische Staat hat bisher verschiedene staatliche Vehikel für internationale Investitionen genutzt. Am wichtigsten sind vier von der Zentralregierung eingerichtete Organisationen: der offizielle Staatsfonds, die Entwicklungsbank, die Zentralbank und die Behörde zur Verwaltung der Devisenreserven des Landes.

**Chinesische staatliche Investitionsvehikel**

Die China Investment Corporation (CIC) ist die jüngste vom chinesischen Staatsrat gegründete Finanzgesellschaft, die 2007 als offizieller Staatsfonds der Volksrepublik China ins Leben gerufen wurde. Aufgabe der CIC, die zu 100% im Staatsbesitz ist und ihren Sitz in Peking hat, ist es, im Namen des chinesischen Staates langfristige Investitionen zur Maximierung risikoadjustierter finanzieller Erträge zu tätigen.

Die Finanzmittel der CIC stammen aus der Emission zweckgebundener Anleihen des chinesischen Finanzministeriums im September 2007, die RMB 1,55 Billionen erbrachten und für den Erwerb von USD 200 Mrd. aus den Devisenreserven Chinas eingesetzt wurden.

Eigenen Angaben zufolge verfolgt die CIC – nicht zuletzt, weil ihre Finanzierung auf Finanzinstrumenten beruht und kommerziellen Verpflichtungen unterliegt – eine strikt kommerzielle Ausrichtung und wird von rein wirtschaftlichen und finanziellen Interessen bestimmt.

CIC gibt an, weder Mehrheitsbeteiligungen zu übernehmen noch das operative Geschäft in den Unternehmen zu beeinflussen, in die sie investiert. Vielmehr investiere sie die ihr anvertrauten Mittel zur Maximierung des Shareholder Value auf lange Sicht.

Dabei beschränken sich CIC-Investitionen nicht auf eine bestimmte Branche, geographische Region oder Assetklasse und schließen Aktien, Anleihen und alternative Assets ein. Investitionen können im Inland<sup>2</sup> oder international erfolgen, entweder von der CIC direkt oder

**Wichtige Beteiligungen der CIC**

Die wichtigsten Beteiligungen nach Name, Land, Zielbranche, Volumen (EUR Mio.) der Beteiligung und Anteil (%) am Zielkapital

Morgan Stanley	US	Finanz	3.850	9,9
Blackstone Group LP	US	Finanz	2.222	10,0
VISA	US	Finanz	77	0,1
China Railway	CN	Sonstige	75	NA
JC Flow ers PE Fund	US	Finanz	NA	80,0

Quelle: DB Research **4**

**CIC mit umfassendem Beteiligungsmandat**

<sup>2</sup> Aktienbeteiligungen an chinesischen Finanzinstitutionen werden hauptsächlich über die Tochtergesellschaft der CIC, Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin) abgewickelt. Dazu gehören aus der 2003 erfolgten Rekapitalisierung staatlicher Geschäftsbanken übernommene Assets, für die Central Huijin ursprünglich gegründet wurde, sowie die Aktienbeteiligungen des chinesischen Staates an den

**USD 80 Mrd. für Auslandsinvestitionen vorgesehen, ...**

**... von denen ein Zehntel investiert sind**

über beauftragte externe Fondsmanager. Neben dem Anlagemanagement verfolgt CIC auch die Kreditvergabe über damit betraute Finanzinstitutionen, das Management ihr anvertrauter Devisen, die Unterstützung bei der Errichtung von Aktieninvestmentfonds und Fondsverwaltungsgesellschaften sowie weitere von den jeweils zuständigen Regierungsbehörden genehmigte Geschäfte.

Von der ursprünglichen Kapitalausstattung der CIC von USD 200 Mrd. werden schätzungsweise bis zu USD 120 Mrd. für inländische Beteiligungen sowie weitere Umstrukturierung und Rekapitalisierung chinesischer Finanzinstitutionen verwendet.<sup>3</sup> Nur etwa USD 80 Mrd. sollen für Investitionen im Ausland aufgewendet werden. Etwa ein Zehntel dieses Portfolioanteils wurde für einige aufsehenerregende Direktinvestitionen eingesetzt, unter anderem Beteiligungen an Morgan Stanley, Blackstone und Visa. Außerdem arbeitet die CIC im Management ihres internationalen Investmentportfolios mit externen Fondsmanagern zusammen (siehe Tabelle 4).

Als offizieller Staatsfonds der Volksrepublik China ist die CIC in der Internationalen Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG) des IWF vertreten und wirkte 2008 bei der Ausarbeitung der *Santiago-Prinzipien* mit.

**China Development Bank (CDB)**

Die China Development Bank (CDB) ist die zentrale Entwicklungsbank der Volksrepublik China unter Führung des Staatsrates. Ihr Hauptziel ist die Förderung der Wettbewerbsfähigkeit Chinas und die Verbesserung des Lebensstandards.

Die CDB erfüllt vorrangig die traditionellen Funktionen einer Entwicklungsbank. Hierzu zählt, Mittel für die wirtschaftliche Entwicklung aufzubringen und zu kanalisieren, öffentliche Projekte in den Bereichen Infrastruktur, Basis- und Hochtechnologie, Urbanisierung, KMU, Landwirtschaft, ländliche Gemeinschaften, Bildung, medizinische Versorgung und Gesundheitsversorgung sowie Umweltschutz zu fördern und chinesische Unternehmen durch internationale kooperative Aktivitäten in ihrer internationalen Expansion zu unterstützen.

Gleichzeitig hat die CDB selbst wiederholt Beteiligungen an ausländischen Unternehmen erworben. Neben einer Zahl kleinerer Beteiligungen ist der Anteil der CDB an Barclays Bank Plc. das bekannteste Beispiel ihrer Investmentaktivitäten. Zahlen über die Höhe der Mittel der CDB für Auslandsinvestitionen stehen nicht zur Verfügung (siehe Tabelle 5).

**People's Bank of China (PBC)**

Chinas Zentralbank, die People's Bank of China (PBC), gehört *de facto* ebenfalls zu den Investmentvehikeln der Zentralregierung.

Beauftragt mit der Formulierung und Umsetzung der Geldpolitik des Landes und der Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität, verfolgt die PBC primär konventionelle Zentralbankfunktionen. Darüber hinaus ist die PBC auch mit der Teilnahme an internationalen Finanzaktivitäten und der Ausübung weiterer, vom Staatsrat näher be-

**Wichtige Beteiligungen der CDB**

Die wichtigsten Beteiligungen nach Name, Land, Zielbranche, Volumen (EUR Mio.) der Beteiligung und Anteil (%) am Zielkapital

Barclays Plc.	UK	Finanz	2.329	3,2
Tuntex Plc.	TH	Chemie	22	10,0
Bangkok First Investment and Trust Plc.	TH	Finanz	15	59,0
Century Securities Co.	JP	Finanz	15	20,1
Tisco Finance Public Co. Ltd.	TH	Finanz	12	15,7
Korea Microw ave Co. Ltd.	SK	Elektronik	9	21,6

Quelle: DB Research **5**

**Wichtige Beteiligungen der PBC**

Die wichtigsten Beteiligungen nach Name, Land, Zielbranche, Volumen (EUR Mio.) der Beteiligung und Anteil (%) am Zielkapital

BG Group Plc.	UK	Energie	186	0,5
Prudential Plc.	UK	Finanz	168	1,0
Hong Kong Note Printing Ltd.	HK	Sonstige	5	15,0

Quelle: DB Research **6**

wichtigsten Finanzunternehmen des Landes, einschließlich Industrial and Commercial Bank of China, Bank of China und China Construction Bank.

<sup>3</sup> Central Huijin wurde für angabegemäß USD 67 Mrd. von der CIC erworben. Weitere USD 50 Mrd. der ursprünglichen Kapitalausstattung der CIC von USD 200 Mrd. sollen für eine weitere Umstrukturierung staatlicher Finanzinstitutionen vorgesehen sein.

### Ausgewählte Industriebeteiligungen

#### SAFE fungiert als Staatsinvestor

#### Wichtige Beteiligungen der SAFE

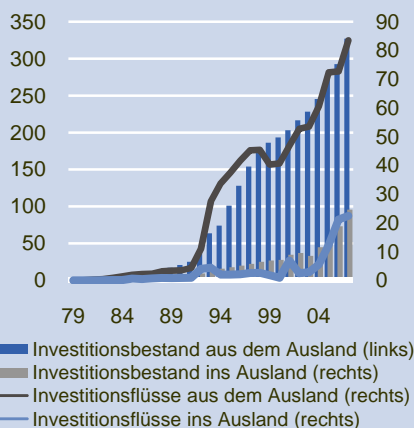
Die wichtigsten Beteiligungen nach Name, Land, Zielbranche, Volumen (EUR Mio.) der Beteiligung und Anteil (%) am Zielkapital

Total SA	FR	Energie	1.877	1,6
BP Plc.	UK	Energie	1.297	1,0
Australia & New Zealand Banking Group Ltd.	AU	Finanz	120	1,0
National Australia Bank Ltd.	AU	Finanz	120	1,0
Commonwealth Bank of Australia	AU	Finanz	120	0,3
Aviva	UK	Finanz	NA	1,0
Royal Dutch Shell Plc.	NL	Energie	NA	1,0
BG Group Plc.	UK	Energie	NA	0,7

Quelle: DB Research **7**

#### Chinesische FDI

Ausländische Direktinvestitionen mit chinesischer Beteiligung, aus dem Ausland und ins Ausland, Bestände und Kapitalflüsse, USD Mrd.



Quelle: DB Research **8**

zeichneten Funktionen betraut. Wohl mit Blick auf letztere hat die PBC Beteiligungen an verschiedenen ausländischen Unternehmen überwiegend im Finanz-, aber auch im Energiesektor erworben. Hervorzuheben sind hier die Beteiligungen an der BG Group (UK) – einem großen Gaslieferanten – sowie Prudential (siehe Tabelle 6). Wie bei der CDB stehen keine Informationen über die Höhe der für solche Investitionen vorgesehenen Mittel zur Verfügung.

#### State Administration of Foreign Exchange (SAFE)

In enger Abstimmung mit der PBC verwaltet die Devisenaufsichtsbehörde State Administration of Foreign Exchange (SAFE) die Devisenreserven Chinas. China hält im weltweiten Vergleich die größten Devisenreserven – Ende März 2009 beliefen sie sich auf USD 1.954 Mrd. Aber China bewirtschaftet nicht nur beinahe ein Viertel der gesamten Devisenreserven weltweit. Da SAFE diese Reserven überwiegend in hoch liquide internationale Anlagen investiert, hält sie auch ein Fünftel aller umlaufenden US Treasuries und nimmt netto über die Hälfte aller neuen US-Treasury-Emissionen auf.

Neben der Bewirtschaftung dieser Reserven und der Unterstützung der PBC bei Zahlungsbilanz und Wechselkurssystem hat sich die Devisenaufsichtsbehörde in den letzten Jahren auch zu einem aktiven staatlichen Investor entwickelt. Dabei verwendet sie Reserven zum Aufbau von Beteiligungen an einer Reihe bekannter Unternehmen vor allem im Finanz- und Energiebereich wie Total, BP, Royal Dutch Shell und Aviva (siehe Tabelle 7).

#### Chinesische Staatsinvestitionen – globale Perspektive

Insgesamt dürften die vier Organisationen der Zentralregierung in den letzten Jahren über EUR 12,5 Mrd. im Ausland, überwiegend im Finanz- und Energiesektor, in Aktien investiert haben.

Das Gesamtvolumen ausländischer Investitionen chinesischer Staatsinstitutionen dürfte jedoch weit über dieser Zahl liegen. Erstens geben die vier staatlichen Investitionsvehikel ihre Investitionsaktivitäten nicht öffentlich bekannt. Daher dürften die entsprechenden Statistiken unvollständig sein. Zweitens sind diese vier Investmentvehikel nur ein kleiner Teil von insgesamt sehr vielen Organisationen, die sich zu 100% oder teilweise im Staatsbesitz befinden und die aus operativen, finanziellen oder sonstigen Gründen im Ausland investieren. Zu diesen Organisationen gehören:

- eine beträchtliche Zahl staatlicher chinesischer Unternehmen und ihre ausländischen Beteiligungen und Tochtergesellschaften, zu denen fünf der 100 größten multinationalen Unternehmen der Welt und fünf der zehn größten Banken weltweit gehören,
- Entwicklungsorganisationen wie der China-Africa Development Fund der CDB,
- sowie Fonds zur Deckung von Verbindlichkeiten aus dem Sozialversicherungs- und Pensionssystem, einschließlich des National Council for Social Security Fund.


Diese staatlichen Organisationen investieren angabegemäß innerhalb Chinas und im Ausland in Anleihen, Aktien, Immobilien und andere Aktiva. Das Gesamtvolumen der Auslandsinvestitionen chinesischer Staatsvehikel wird nicht öffentlich bekanntgegeben, dürfte aber ein Mehrfaches der Investitionen von CIC, CDB, PBC und SAFE sein. Ausländische Direktinvestitionen chinesischer staatlicher und privater Unternehmen beliefen sich in den letzten zehn Jahren auf insgesamt USD 82 Mrd., und ein wesentlicher Teil dieser

### Chinesische multinationale Unternehmen in der Weltwirtschaft

Chinesische Unternehmen unter den 100 größten transnationalen Unternehmen, nach ausländischen Vermögenswerten, 2006\*)

	Auslandsaktiva	Auslandsumsätze	Mitarbeiter im Ausland	TNI
CITIC Group	17.623	2.482	18.305	19
China Ocean Shipping Company	10.397	8.777	4.432	39
China State Construction Engineering Corporation	6.998	4.486	25.000	30
China National Petroleum Corporation	6.374	3.036	22.000	3
Sinochem Corporation	5.326	19.374	220	48
Lenovo Group	3.058	9.009	5.800	47
China National Offshore Oil Corporation	1.741	1.818	1.500	9
China Minmetals Corporation	1.266	2.527	630	12
China Communications Construction Corporation	1.162	2.855	1.078	9

\*) Auslandsaktiva, Auslandsumsätze in USD Mio. Mitarbeiter im Ausland in absoluten Zahlen. TNI: UNCTAD Transnationalitätsindex, ein aus drei Kennziffern zusammengesetzter Index: Verhältnis von Auslandsaktiva zu Summe der Aktiva, Auslandsumsätze zu Gesamtumsätzen, Mitarbeiter im Ausland zu Gesamtbelegschaft.

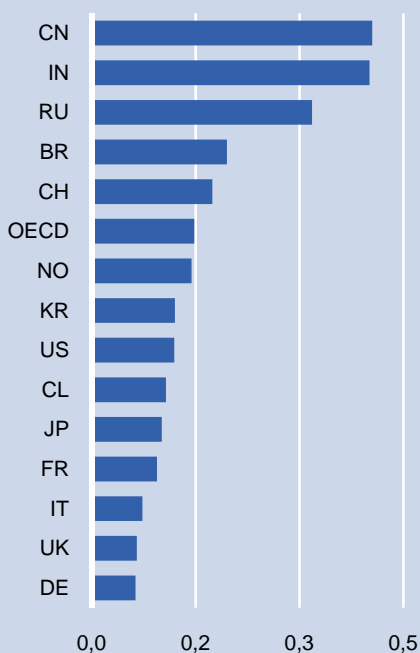
Quelle: UNCTAD 


### Auslandsinvestitionen Ausdruck von Chinas globaler Strategie...

... aber noch in den Anfängen

#### Regulatorische Beschränkungen von Auslandsinvestitionen

OECD-Index für regulatorische Beschränkungen (0=open, 1=geschlossen), Ende 2006



Quelle: OECD 

Investitionen dürfte staatlichen Organisationen zuzuschreiben sein (siehe Grafik 8).

Diese Auslandsinvestitionen sind für China wichtig. Sie sind Ausdruck der beeindruckenden Bemühungen des Landes um Fortschritte in seiner „Going Global“-Strategie und Beweis für die beträchtlichen finanziellen Ressourcen, die staatliche und private Investoren in den letzten Jahren angehäuft haben, aber auch für die Entschlossenheit von Unternehmen und staatlichen Investoren, sich an der Globalisierung nicht nur als Erzeuger von Gütern und Dienstleistungen zu beteiligen, sondern auch als Investoren und Besitzer natürlicher und produktiver Ressourcen (siehe Tabelle 9).

Gleichzeitig wird deutlich, dass China mit seinen Investitionsaktivitäten, seien sie nun staatlich oder privat, noch am Anfang steht. So sind die EUR 12,5 Mrd., die in den letzten Jahren von den vier Institutionen der Zentralregierung direkt, sowie die USD 82 Mrd., die staatliche und private Unternehmen aus China im letzten Jahrzehnt im Ausland investiert haben dürften, im internationalen Vergleich recht gering. Das Gesamtvolumen ausländischer Direktinvestitionen weltweit beläuft sich auf beinahe USD 1.997 Mrd. jährlich, von denen allein USD 1.100 Mrd. aus der EU kommen. 2007 betragen die chinesischen Direktinvestitionen im Ausland – staatlich und privat – gerade einmal USD 22 Mrd. und machten somit knapp über 1% des globalen Investitionsvolumens aus.

Ein ähnliches Bild ergibt sich aus dem bilateralen FDI-Verhältnis zwischen China und der EU. 2007 exportierte die EU Kapital in Höhe von EUR 7,1 Mrd., oder 1% der Gesamtinvestitionen der EU im Ausland, nach China. China investierte hingegen im selben Jahr lediglich EUR 616 Mio. in der EU, d.h. weniger als ein Zwölftel der EU-Kapitalexporte und 4% der gesamten Auslandsinvestitionen Chinas.

Diese Daten zeigen eigentlich nur, dass Auslandsinvestitionen zwischen China und dem Rest der Welt in beide Richtungen einen deutlichen Schub vertragen könnten. Obwohl das Wachstum der Auslandsinvestitionen Chinas seit einigen Jahren robust ist, ist offensichtlich, dass ihr Niveau noch bei weitem nicht der Rolle entspricht, die China bereits bei der globalen Produktion und im Welt-handel spielt.

## Staatsfonds-GAPP – Die Santiago-Prinzipien

Die von der Internationalen Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG) vereinbarten und vom Internationalen Währungs- und Finanzausschuss des IWF am 11. Oktober 2008 bestätigten „Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)“\*

1. Solider **rechtlicher Rahmen** für Staatsfonds und ihre Beziehungen zu anderen staatlichen Einrichtungen
2. Klar definierte **Zielsetzungen**
3. **Harmonisierung** mit inländischen, für Fiskal- und Geldpolitik verantwortlichen Institutionen
4. Eindeutige Regeln für **Finanzierungs-, Rückzugs- oder Ausgabeoperationen**
5. Zeitnahe **statistische Berichterstattung**
6. Solide **Unternehmensführung** zur Förderung operativer Unabhängigkeit
7. Festsetzung von **Zielen**, Ernennung leitender Gremien
8. Klares **Mandat**, angemessene Autorität und Kompetenz für die leitenden Gremien
9. **Unabhängiges operatives Management**
10. Klar definierter Rahmen zur **Rechnungslegungspflicht**
11. **Jahresbericht und Jahresabschluss** über Geschäfte und Entwicklung in Übereinstimmung mit internationalen oder nationalen Bilanzierungsstandards
12. Jährliche **Rechnungsprüfung** der Transaktionen und Jahresabschlüsse
13. Klar definierte professionelle und **ethische Normen**
14. Geschäfte mit **Dritten** aus wirtschaftlichen und finanziellen Gründen
15. Transaktionen in **Gastländern** unter Beachtung aller gültigen regulatorischen Bestimmungen und Offenlegungsanforderungen
16. Offenlegung der **Rahmenbestimmungen der Unternehmensführung** und Vorsorgemaßnahmen für operative Unabhängigkeit
17. Für die Öffentlichkeit bestimmte **Finanzinformationen**
18. Investitionspolitik auf der Grundlage **solider Portfolio-Management-Prinzipien**
19. Investitionsentscheidungen zur **Maximierung risikobereinigter finanzieller Renditen** – andernfalls klare Definition und Offenlegung anderweitiger Überlegungen
20. Keine Vorteilsnahme oder -suche nach **privilegierten Informationen** oder unangemessener Beeinflussung durch die Regierung im Wettstreit mit privatwirtschaftlichen Unternehmen
21. Respektierung der **Eigentumsrechte der Aktionäre**
22. Rahmen für **operatives Risikomanagement**
23. **Berichterstattung** über Aktiva und Investitionen
24. Regelmäßige Überprüfung der GAPP-**Einhaltung**

\*International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices*, Washington, 11. Oktober 2008.

## Das politische Umfeld für chinesische Auslandsinvestitionen

Investitionen durch staatliche Vehikel sind keineswegs ein chinesisches Phänomen. Viele Staaten auf der ganzen Welt unterhalten staatliche Unternehmen, staatliche Rentenfonds und Staatsfonds. Besonders Staatsfonds waren im letzten Jahr Gegenstand heftiger Debatten in den USA und in Europa, in denen sich die – begründete oder unbegründete – Sorge der Empfängerländer über die Auswirkungen umfangreicher grenzüberschreitender Investitionen staatlicher Organisationen auf die Finanzstabilität, über nicht-finanzielle Gründe für Investitionen, einen befürchteten Ausverkauf strategisch wichtiger Unternehmen oder die Einhaltung rechtlicher Normen oder Corporate Governance-Standards der Gastländer, äußerte.

In dieser Debatte wurde China wiederholt als Beispiel zitiert – aufgrund des Volumens staatlichen Kapitals, das prinzipiell für Investitionen zur Verfügung steht, der Gründung der CIC als eigenständiges Vehikel für staatliche Investitionen und der Unsicherheit bei vielen Beobachtern über die Gründe für die zunehmenden Investitionsaktivitäten. Daneben äußerten Entscheidungsträger in den Empfängerländern ihr Unbehagen über die Tatsache, dass China freien Zugang zu den Märkten sucht, in die es investieren will, gleichzeitig aber ausländischen Investoren den freien Zugang zu seiner eigenen Volkswirtschaft weitgehend verwehrt. Diese Kritiker verweisen darauf, dass China die Tabellenführung bei der Restriktivität gegen Investitionszuflüsse weltweit innehat, wie seine Top-Position im OECD-Index für Investitionshürden nahe legt (siehe Grafik 10).

Politiker reagierten auf diese allgemeine Sorge über die Zunahme grenzüberschreitender staatlicher Investitionen mit zwei politischen Initiativen, die die wichtigsten Gründe für die Irritationen beseitigen wollen, nämlich fehlende Informationen an den Finanzmärkten und in den Empfängerländern über die Ziele und Aktivitäten von Staatsfonds sowie die Fragmentierung von Investitionsstrategien in den Empfängerländern auf der ganzen Welt.

### Richtlinien für Staatsfonds – die Santiago-Prinzipien

Am 11. Oktober 2008 veröffentlichte die Internationale Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG) die Ergebnisse ihrer Arbeit seit Gründung am 1. Mai 2008. Die IWG stellte insgesamt 24 „Allgemein akzeptierte Prinzipien und Praktiken“ (siehe Kasten) vor, die so genannten „Santiago-Prinzipien“. Sie bilden einen freiwilligen Rahmen. Die Fonds unterliegen weiterhin nationalen Gesetzen, Verordnungen, Anforderungen und Verpflichtungen im jeweiligen Heimatland. Die GAPP soll als Richtschnur für die Ausgestaltung einer angemessenen Unternehmensführung und Rechnungslegung sowie als Grundlage für adäquate Investitionspraktiken seitens der Staatsfonds dienen.

Die erfolgreiche Einigung über die GAPP stellt einen wichtigen Schritt dar. Besonders China könnte von den neuen Regeln profitieren. Es spielte bei der Ausarbeitung der GAPP eine konstruktive und führende Rolle und unterstrich so seine Verpflichtung zu größerer Transparenz und Verantwortungsbewusstsein bei seinen Investitionsaktivitäten. Diese Prinzipien könnten staatliche Auslandsinvestitionen wesentlich erleichtern, da sie den Grundstein für mehr Vertrauen zwischen staatlichen Investoren und Empfängerländern legen. Immerhin könnte sich die Übernahme der GAPP zu einem Gütesiegel unter Staatsfonds entwickeln, das den Empfängerländern signalisiert, dass sich dieser Fonds zu Investitionen aus finanziellen Gründen verpflichtet hat und Mindestanforderungen bezüglich

**GAPP als Gütesiegel für Staatsfonds...**

Transparenz und Unternehmensführung erfüllt. Umgekehrt ist nicht auszuschließen, dass ein Staatsfonds, der sich gegen eine Übernahme der GAPP entscheidet, in den Empfängerländern mit einer verschärften politischen Überprüfung oder sogar Ablehnung rechnen muss – im Gegensatz zu einem Staatsfonds, der sich an der freiwilligen Selbstregulierung, wie sie in den GAPP festgelegt ist, beteiligt.

**... abhängig von Umsetzung in den Unterzeichnerstaaten**

Ob sich die Santiago-Prinzipien tatsächlich zu einem Gütesiegel entwickeln, wird wesentlich davon abhängen, wie ernsthaft sie angewendet werden. Zunächst bleibt abzuwarten, ob die GAPP die Erwartungen der verschiedenen Akteure, einschließlich der Politiker in den Heimatländern der Staatsfonds und in den Empfängerländern ebenso wie der Marktteilnehmer und der breiten Öffentlichkeit, erfüllen können. Wenn die GAPP die grundlegenden Befürchtungen der an künftigen Investmenttransaktionen Beteiligten nicht zerstreuen kann, besteht die Gefahr, dass ihre Wirkung verpufft und Staatsfonds weiterhin zu bestimmten Ländern nur schwer Zutritt erhalten sowie kaum als verlässliche institutionelle Investoren anerkannt werden. Schließlich hängt die Zukunftsfähigkeit der GAPP davon ab, ob es IWG und IWF gelingen wird, ihre Umsetzung sicherzustellen und zu überwachen.

***Für eine offenere und kohärentere Investitionspolitik*****Vorschriften für Auslandsinvestitionen in den Empfängerländern...**

In Reaktion auf die zunehmenden internationalen staatlichen Investitionen und die damit verbundenen Befürchtungen haben viele Länder ihre nationale Investitionspolitik, d.h. die Regeln für die Markteintrittsbedingungen ausländischer Investoren, angepasst. Wichtige Beispiele sind die Änderungen im CFIUS-Prozess in den USA sowie dem Foreign Investment Review Board in Australien, die Verabschiedung des Gesetzes „Über das Verfahren bei ausländischen Investitionen in Kapitalgesellschaften, die eine strategische Bedeutung für die Gewährleistung der Landesverteidigung und der Staatssicherheit haben“ in Russland sowie die Novellierung des deutschen Außenwirtschaftsgesetzes.

**... weiterhin ein nationales Privileg**

Diese Maßnahmen spiegeln die Tatsache wider, dass Regeln für ausländische Investitionen weiterhin ein nationales Privileg sind. In der Praxis sind die einzelnen Volkswirtschaften der Welt bei ausländischen Investitionen durch hohe regulatorische Barrieren in Form direkter und indirekter Hürden voneinander getrennt (siehe Grafik 11). Dies verhindert wichtige Investitionen oder erhöht die Kosten im Fall einer Investition deutlich – besonders weil sich die Barrieren von Land zu Land stark unterscheiden und es kein einheitliches Muster gibt.

**China hat starkes Interesse an offenem Marktzugang**

Investoren, einschließlich staatlicher und privater Akteure in China, sind stark an freiem Zugang zu den Märkten, an denen sie investieren wollen, interessiert. Die enorme Zahl und zunehmende Rigidität von Investitionsbarrieren stehen diesen Kapitalallokationen im Weg.

Als sich in den möglichen Zielländern protektionistische Reflexe gegen ausländische staatliche Investoren abzuzeichnen begannen, forderten die Finanzminister der G7-Staaten die OECD auf, Möglichkeiten zur Ausarbeitung von Prinzipien für Auslandsinvestitionen zu prüfen.

Aufgrund dieses Mandats veröffentlichte die OECD vor kurzem ihre Erklärung über „Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies“ mit den folgenden Forderungen:

- Keine protektionistischen Barrieren für ausländische Investitionen in den Empfängerländern

**OECD-Standards bieten wichtige Orientierungshilfe, ...**

- Keine Diskriminierung von Investoren bei ähnlichen Voraussetzungen
- Investitionsbeschränkungen nur bei legitimen nationalen Sicherheitsbedenken und immer nach den Prinzipien der Transparenz, Verlässlichkeit, Verhältnismäßigkeit zu klar festgelegten nationalen Sicherheitsrisiken und Nachvollziehbarkeit
- Einhaltung der „General Investment Policy Principles“ der OECD, einschließlich – neben den oben erwähnten Punkten – einer progressiven Liberalisierung und der Verpflichtung, keine neuen Restriktionen und einseitige Liberalisierung einzuführen.

**... aber ihre Wirksamkeit hängt von verschiedenen Faktoren ab:**

Diese Prinzipien und die detaillierten Vorgaben der OECD sind eine wichtige Richtschnur für eine nationale Investitionspolitik. Ob sie wirklich zum Erfolg, also offeneren und besser aufeinander abgestimmten Investitionssystemen, führen können, ist eine andere Frage, die entscheidend von vier Faktoren abhängt:

**Politisches Klima**

- Erstens vom politischen Klima. Nach dem positiven internationalen Umfeld der 90er Jahre stößt eine weitere Öffnung der Märkte in den letzten Jahren und Monaten zunehmend auf Widerstand. Allgemeine Bedenken über die Auswirkungen der Globalisierung und konkrete nationale und branchenspezifische protektionistische Interessen in vielen Volkswirtschaften haben das politische Momentum für eine weitere Liberalisierung des freien Kapitalverkehrs deutlich geschwächt.

**Anwendung**

- Zweitens von ihrer Anwendung. Die OECD-Richtlinien sind eben nur Richtlinien, die die politische Anwendung den nationalen Regierungen überlassen, so dass die Ernsthaftigkeit der Verpflichtung und die Art und Weise der Umsetzung und Durchsetzung unterschiedlich sein dürften.

Die OECD wird zwar ihren vergleichenden Prüfprozess für alle beteiligten Länder einsetzen, um die Einhaltung der Standards einzufordern. Aber der jüngste drastische Anstieg der wirtschaftlichen Bedeutung und Größenordnung ausländischer Investitionen erfordert eine wesentlich stärkere Verpflichtung der nationalen Regierungen, die zu bindenden Regeln entsprechend den unter der Welthandelsorganisation (WTO) abgeschlossenen Handelsabkommen führen soll.

**Symmetrie des Marktzugangs**

- Drittens von der Symmetrie des Marktzugangs. Grenzüberschreitende Investitionen werden nicht nur durch hohe regulatorische Barrieren an sich behindert, sondern auch durch die Asymmetrie, mit der viele Volkswirtschaften Investitionen im Ausland tätigen und von offenen Märkten anderswo profitieren, während sie selbst Investitionen von außen mit restriktiven Regeln abblocken. Dieses Verhalten ist kontraproduktiv, und die Entscheidungsträger sollten auf einen Abbau dieser Asymmetrien hinarbeiten.

**Anwendungsbereich**

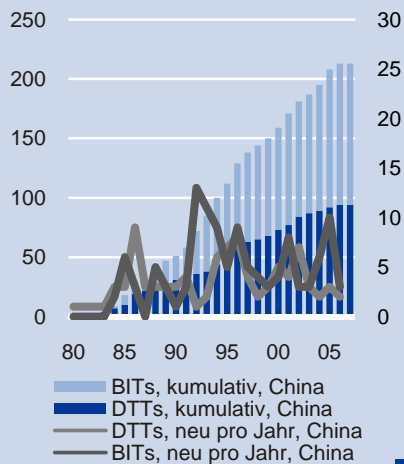
- Viertens von ihrer Reichweite. OECD-Richtlinien haben nur eine begrenzte geographische Reichweite und wenden sich vorrangig an die traditionellen Industrieländer. Es ist ermutigend, dass die OECD bei ihren staatsfondsbezogenen Projekten etwa 20 Nicht-OECD-Länder in ihre Diskussionen mit einbezogen hat und diesen Dialog in Zukunft beibehalten und verstärken will.

**Schlussfolgerung****Marktzugang bleibt wichtigstes politisches Thema**

Marktzugang ist sicherlich ein für China besonders wichtiges Thema. Angesichts der wachsenden Zahl ausländischer Investitionsprojekte seiner staatlichen und privaten Unternehmen auf der globalen Bühne ist China auch stark an einem freien Marktzugang inter-

## Rechtliche Basis für globale Investitionen

Zahl der bilateralen Investitionsabkommen (BITs) und Doppelbesteuerungsabkommen (DTTs), China



Quellen: UNCTAD, DB Research

11

essiert. In dieser Hinsicht versprechen die Verbesserungen, die die OECD-Prinzipien hinsichtlich einer offeneren und einheitlicheren Investitionsstrategie in den traditionellen Industrieländern fordern, die zu den interessantesten Zielländern chinesischer Investoren gehören, bessere Investitionsbedingungen für seine Investmentvehikel.

Ob sich China dafür im Gegenzug konstruktiv am Dialog mit der OECD beteiligt und offenere Regeln für ausländische Investoren im eigenen Land anbietet, bleibt abzuwarten. Mit seiner Mitwirkung bei der Ausarbeitung bilateraler Investitions- und Steuerabkommen in den letzten Jahren und seinem erneuten Versprechen, sich der Weltwirtschaft zu öffnen, hat China eine wichtige Voraussetzung für seinen Beitrag geschaffen.

Steffen Kern (+49 69 910-31889, steffen.kern@db.com)

© Copyright 2009. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg