

Spekulatives Kapital und chinesische
Auslandsübernahmen
Eine Untersuchung der M&A-Aktivitäten chinesischer
Investoren in Deutschland (2011-2019)

Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades
Doktorin der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Dr. rer. pol.)

Vorgelegt im Fachbereich 5 Gesellschaftswissenschaften
der Universität Kassel

von Shuwen Bian

Verteidigt am 06.02.2020

Danke

Ich möchte mich bei meinen wissenschaftlichen Betreuern, Christoph Scherrer und Hansjörg Herr, für ihre Unterstützung und Offenheit bedanken. Die Hans-Böckler-Stiftung hat meine Arbeit durch ein Stipendium und vielfältige Seminarprogramme gefördert. Die vielen Fragen der Menschen aus den übernommenen Unternehmen zu ihren chinesischen Investoren haben mich motiviert, gründliche Antworten zu geben.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
2	Methodologische Prinzipien: interpretativ und emisch.....	9
2.1	Grundposition	10
2.2	Der Spiegel der Kultur	12
3	Quantitative Datenquellen und Studien	16
3.1	Quantitative Datenquellen	16
3.2	Quantitative Erkenntnisse	21
3.3	Anhaltspunkte für die empirische Datenerhebung	30
4	Forschungsstand	33
4.1	Überblick	33
4.2	Implikation für die vorliegende Arbeit	36
4.3	Prägende Merkmale der chinesischen Wirtschaft.....	38
5	Chinesische Mehrheitsbeteiligungen in Deutschland 2011-2019.....	53
5.1	Datenerhebung	53
5.2	Erste Auswertungsergebnisse	58
5.3	Weiterführende Fragen	63
6	Der chinesische Finanzsektor nach dem Vier-Billionen-Konjunkturpaket	65
6.1	Schattenbanken	65
6.2	Spekulatives Kapital.....	77
6.3	Die Entstehung der Asset-Management-Industrie	91
7	Zweite Auswertungsergebnisse.....	108
7.1	IPOs und Privatplatzierungen unter den chinesischen Investoren in Deutschland.....	108
7.2	Eine M&A-freundliche regulatorische Umgebung	113
8	Schlussbetrachtung	134
9	Literatur.....	141

Abbildungen

Abbildung 1: Der Spiegel der Kultur von Carsten Herrmann-Pillath	12
Abbildung 2: Jährliche Auslandsdirektinvestitionen Chinas 1982-2017	22
Abbildung 3: Jährliche Auslandsdirektinvestitionen Chinas im Vergleich mit der restlichen Welt 1982-2017	23
Abbildung 4: Globaler Rankingplatz chinesischer Auslandsdirektinvestitionen 2002-2017	24
Abbildung 5: Gegensätzliche Entwicklung zentralstaatlicher und lokaler ADI 2003-2017	25
Abbildung 6: Gesamte ADI und M&A im Vergleich 2004-2017	26
Abbildung 7: Chinesische Direktinvestitionen in der EU 2000–2015	27
Abbildung 8: Die chinesischen M&A und Neugründungen in der EU 2010–2018	28
Abbildung 9: Chinesische Direktinvestitionen in Deutschland 2000-2016	28
Abbildung 10: Bilaterale Direktinvestitionsströme zwischen China und Deutschland 2000-2016	29
Abbildung 11: Chinesische Neugründungen in Deutschland 2014-2018	30
Abbildung 12: Die chinesische Normenhierarchie	52
Abbildung 13: Entwicklung der chinesischen Mehrheitsbeteiligungen in Deutschland 2011-2019	59
Abbildung 14: Einmalige Investoren vs. Mehrfachinvestoren	60
Abbildung 15: Actual Controller der investierenden chinesischen Unternehmen	61
Abbildung 16: Börsennotierung der chinesischen Investoren	62
Abbildung 17: Beteiligungsfälle börsennotierter und nicht börsennotierter Investoren	63
Abbildung 18: Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen in China 2011-2017	105
Abbildung 19: Privatplatzierungsfälle in China 2011-2017 nach Anlegergruppe	106
Abbildung 20: Börsennotierungen der chinesischen Investoren nach Jahr	109
Abbildung 21: Aktienfinanzierung börsennotierter chinesischer Investoren in Deutschland	111
Abbildung 22: Kapitalbeschaffungen am Aktienmarkt nach dem Actual Controller der Investoren	111
Abbildung 23: Kapitalmarkt im Zentrum der Finanzierungsfrage für die M&A	121

Tabelle

Tabelle 1: Änderungen 2012 bzgl. der zugelassenen Anlageklassen	98
Tabelle 2: Änderungen 2012 bzgl. des Investitionsumfangs in Aktien	98
Tabelle 3: Mindestinvestitionen für verschiedene Finanzprodukte	100
Tabelle 4: Verzeichnis des Politikfeldes "das Wirtschaftssystem" in Decision of the CPC Central Committee on Several Major Issues concerning Comprehensively Deepening Reforms	114
Tabelle 5: Auszug aus dem Beschluss über die umfassende Vertiefung der Reformen	117
Tabelle 6: Neue und ältere Politnormen des Staatsrates bezüglich der Regulierung der Kapitalmärkte und M&A	119
Tabelle 7: kapitalmarktorientierte Eigenkapitalfinanzierung und Anleihefinanzierung als neue Quellen	126
Tabelle 8: Vereinfachung der Prüf- und Genehmigungsverfahren bei Auslandsdirektinvestitionen	133

Abkürzungen

ABC	Agricultural Bank of China
ADI	Auslandsdirektinvestitionen
Bill.	Billion
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BoCom	Bank of Communications
BRI	Belt and Road Initiative
CBRC	China Banking Regulatory Commission
CCB	China Construction Bank
CCP	Chinese Communist Party
chap.	chapter
CPC	Communist Party of China
CSRC	China Securities Regulatory Commission
FDI	Foreign Direct Investment
HKEX	Hong Kong Stock Exchange
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
IPO	Initial public offering
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPCh	Kommunistische Partei Chinas
M&A	Mergers & Acquisitions
MNE	Multinational enterprise
Mrd.	Milliarde
NDRC	National Development and Reform Commission
OFDI	Outward Foreign Direct Investment
PBoC	People's Bank of China
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SASAC	State-Owned Assets Supervision and Administration Commission
SOE	State-owned enterprise
SSE	Shanghai Securities Exchange
SZSE	Shenzhen Stock Exchange
TVEs	Township and village enterprises
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WMP	Wealth management product
WTO	Welthandelsorganisation

1 Einleitung

Mitte der 2010er Jahre war eine deutliche Zunahme der Unternehmensübernahmen durch chinesische Investoren in westlichen Ländern zu verzeichnen. Dieses Phänomen wurde schnell zum Gegenstand umfangreicher Medienberichte und einiger wissenschaftlicher Untersuchungen, hauptsächlich aus den Bereichen International Business und Politikwissenschaft. Erstere interessieren sich vor allem für die Motive chinesischer Investoren und die Veränderungen auf Unternehmensebene nach Übernahmen (Post-Merger-Integration). Letztere konzentrieren sich auf das politische und gesellschaftliche Umfeld dieser Mergers and Acquisitions (M&A). Wenn diese Analysen die Corporate Governance in chinesisch übernommenen Unternehmen untersuchen oder Fragen nach der Rolle des chinesischen Staates bei Auslandsinvestitionen stellen, berühren sie unvermeidlich den China-Aspekt bzw. die chinesischen Faktoren in diesem Phänomen.

In der Sinologie und in den China Studies werden viele chinesische Faktoren bereits ausführlich erforscht. Aufgrund des seltenen Austauschs zwischen den verschiedenen akademischen Disziplinen findet jedoch kaum eine Integration der sinologischen Erkenntnisse in die jüngsten Studien zu chinesischen Auslandsübernahmen statt. Wenn das sinologische Wissen über den chinesischen Staat, chinesische Unternehmen und die chinesische Wirtschaft auf die Analyse und Interpretation der chinesischen M&A angewendet wird, werden wir neue Einsichten gewinnen? Meine Antwort ist eindeutig ja. Aus diesem Grund entstand diese Arbeit.

Diese Arbeit bringt eine neue Erkenntnis hervor: Der rapide Anstieg der chinesischen Auslandsübernahmen lässt sich nicht nur auf die unternehmerischen Motive zur internationalen Expansion oder auf die politische Unterstützung der chinesischen Regierung zurückführen. Ein entscheidender, bisher übersehener Faktor ist das kurzfristige, aber enorme Kapital, das der chinesische Aktienmarkt den börsennotierten Unternehmen zur Verfügung stellte. Diese Finanzierungsmittel resultierten aus der Verbindung von Schattenbanken und Kapitalmärkten. Sie waren spekulativ und nicht nachhaltig. Ein genauer Blick zeigt, dass der eigentliche Grund für das spekulative Kapital der andauernde Kampf zwischen dem Zentralstaat und den Lokalstaaten um die Kontrolle der Kreditschöpfung ist. Dank des spekulativen Kapitals wurden viele Unternehmen über ihren tatsächlichen Kapitalbedarf hinaus finanziert. Erst dadurch wurde es zu einer realistischen Option, andere Unternehmen – sowohl national als auch international – aufzukaufen.

Der Aufbau dieser Arbeit folgt dem Ablauf des Forschungsprozesses von der Findung der Fragestellung bis hin zu den gewonnenen Erkenntnissen.

Ich hatte am Anfang der Untersuchung keinen bestimmten theoretischen Rahmen bestimmt. Wenn wir ein neues Phänomen erforschen, ist die analytische Offenheit wichtig. Daher stellt das zweite Kapitel keine Theorie vor, sondern die Methodologie, also die Prinzipien, die ich bei der Überlegung der Forschungsrichtung und der Sammlung empirischer Daten befolgt habe. Diese Prinzipien stammen von der interpretativen Denkschule aus der Politikanalyse und der kulturwissenschaftlich inspirierten ökonomischen Analyse von Carsten Herrmann-Pillath aus der Sinologie. Die Kernbotschaft lautet, ein soziales Phänomen erst zu verstehen, bevor man es erklärt. Um das Phänomen zu verstehen, ist es notwendig, die Innenperspektive der untersuchten Akteure in die Forschungsschritte zu integrieren. Nach dieser Vorgehensweise verstehe ich die chinesischen Auslandsinvestitionen nicht als ein Auslandsinvestitionsphänomen mit chinesischen Akteuren, sondern als ein chinesisches Phänomen über Auslandsinvestitionen.

Kapitel drei ist der Einstieg in das Untersuchungsthema und bietet zunächst einen quantitativen Überblick über die chinesischen Auslandsinvestitionen und -übernahmen in den bisherigen Studien. Der Zweck dieses Kapitels besteht nicht nur darin, verschiedene Statistiken zu chinesischen Auslandsinvestitionen aufzulisten, sondern auch darin, die am häufigsten verwendeten Datensätze in der Literatur zu überprüfen, denn in vielen Studien wurden dieselben Datenquellen immer wieder unkritisch herangezogen. Eine vergleichende Analyse dieser Datenquellen zeigt ihre jeweiligen Vor- und Nachteile auf. Dadurch schaffe ich eine Grundlage für die Bewertung der Aussagekraft der verschiedenen quantitativen Erkenntnisse.

Dies führt zu der Schlussfolgerung, dass die derzeit verfügbaren Daten nicht ausreichend für eine gründliche Analyse sind und ich eigene Datenerhebung benötige. Der voraussichtlich große Aufwand der Datenerhebung bedeutet jedoch, dass ich die empirischen Fälle auf die chinesischen Unternehmensübernahmen in einem Industrieland, in diesem Fall in Deutschland, beschränke.

Kapitel vier ist in zwei Teile gegliedert und setzt die Literaturevaluation fort. Der erste Teil reflektiert über die bisherigen Studien zu chinesischen Auslandsübernahmen aus der Sicht der Forschungsdesigns und Fragestellungen. Unabhängig von ihren konkreten Untersuchungsergebnissen haben diese Studien entweder einen unternehmensspezifischen Fokus oder eine vereinfachte Annahme bezüglich des politischen Hintergrunds für die zugenommenen Kapitalbeteiligungen chinesischer Unternehmen im Ausland.

Diese Einseitigkeit kann meines Erachtens durch eine Integration der sinologischen Erkenntnisse verbessert werden. Daher bietet der zweite Teil von Kapitel vier einen komprimierten Überblick über fünf wesentliche Aspekte der chinesischen Wirtschaft und Politik, wie sie in der sinologischen Forschung diskutiert werden: das Grundmuster

der Industrialisierung, die Dualität im chinesischen Staat, die wirtschaftspolitische Planung, die Unternehmenslandschaft und die Kommunistische Partei Chinas (KPCh). Hintergrundwissen über diese eng zusammenhängenden Aspekte führt uns in den Kontext, in dem die chinesischen Investoren die grenzüberschreitenden M&A durchführen. Dies ist für den weiteren Untersuchungsprozess von großer Bedeutung, weil es eine Analyse aus der Innenperspektive ermöglicht. Auf dieser Grundlage habe ich die übliche Erhebungsmethode modifiziert und den Umfang meiner ersten Runde der empirischen Datenerhebung festgelegt.

Kapitel fünf beschreibt zunächst die Erhebungsmethode und stellt dann die Daten der chinesischen Investoren vor, die zwischen 2011 und 2019 deutsche Unternehmen übernommen haben. Meine Auswertung bestätigt die Statistiken in Kapitel 3.2 und liefert darüber hinaus einen wichtigen Hinweis: Im Jahr 2016, als die Zahl der Übernahmen sprunghaft anstieg und das Investitionsvolumen in Europa eine Rekordhöhe erreichte, war der Anteil der börsennotierten Unternehmen unter den Investoren besonders hoch. Eine weitere Untersuchung dieser börsennotierten Unternehmen ergibt, dass alle bis auf drei über den chinesischen Aktienmarkt zusätzliche Finanzierungsmittel erhalten hatten. Diese Entdeckung erinnert an Berichte, wonach sich einige chinesische Unternehmen bei Preisverhandlungen für Übernahmen besonders großzügig zeigten. Auch das deutsche Bundeswirtschaftsministerium nahm an, dass chinesische Investitionen durch nicht marktwirtschaftliche Finanzierung zustande kamen (Ramme, 2018).

Wie und warum haben diese Unternehmen über den Aktienmarkt Finanzmittel erhalten? War das Jahr 2016 ein Sonderfall unter chinesischen Investoren? Bedeutet diese Finanzierung eine Kapitalallokation nach marktwirtschaftlichen Prinzipien? Beim Versuch, diese Fragen zu beantworten, stellte ich fest, dass die Antworten weitaus komplexer sind, als es auf den ersten Blick erscheint. Wenn man den Ursprung dieser in börsennotierte Unternehmen geflossenen Gelder zurückverfolgt, stößt man auf das chinesische Schattenbanksystem, in das alle großen Finanzinstitute Chinas, vor allem die Banken, eingebunden sind. Die Funktionsweise der Schattenbanken hängt eng mit den Finanzierungsprozessen der Unternehmen zusammen.

Kapitel sechs erklärt diese Prozesse ab dem Zeitpunkt, als Chinas Parteispitze Ende 2008 die wirtschaftlichen Stimulusmaßnahmen beschloss und einen fiskalpolitischen Wendepunkt einleitete. Schnell verlor die Zentralregierung die Kontrolle über den Kreditschöpfungsprozess gegenüber starken lokalen Interessen. Mit einer neuen Anlagepolitik bemühten sich die Regulierungsbehörden, die Folgen aufzufangen und die Banken zu stabilisieren. Das kam kurzfristigem Anlageverhalten zugute, was wiederum große Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung hatte.

Die Analyse in Kapitel sechs zeigt, wie die finanzpolitisch herbeigeführte Verbindung von Schattenbanken und Kapitalmärkten massive Kapitalströme auf dem Aktienmarkt bestimmt hat. Auf dieser Grundlage untersucht der erste Teil von Kapitel sieben erneut die chinesischen Investoren in Deutschland und führt eine zweite Runde der Datenerhebung und -analyse durch. Die Ergebnisse zeigen, dass die große Mehrheit der börsennotierten Investoren seit 2010 direkt von diesen Kapitalströmen profitiert hat. Dies betraf insbesondere kleinere und mittlere Privatunternehmen.

Der zweite Teil von Kapitel sieben vervollständigt die Erklärung: Ende 2012 fand ein Führungswechsel in China statt, und die neue Parteispitze legte mehr Gewicht auf die Rolle des Marktes in wirtschaftlichen Aktivitäten. Der darauffolgende Normensetzungsprozess schuf eine M&A-freundliche regulatorische Umgebung, die zuerst in China zu einem Boom der Unternehmensbeteiligungen führte. Als 2014 das Prüf- und Genehmigungsverfahren für ausländische Investitionen vereinfacht wurde, waren viele Unternehmen bereits finanziell gut ausgestattet und mit der Übernahmepraxis vertraut, sodass die grenzüberschreitenden M&A sofort ansteigen konnten. Bis hierher kann die Frage, warum die grenzüberschreitenden Übernahmen durch chinesische Unternehmen Mitte der 2010er Jahre plötzlich anstiegen, umfassend erklärt werden.

Im achten und letzten Kapitel fasse ich die Erkenntnisse dieser Studie zusammen und reflektiere ihre Beiträge sowie ihre Einschränkungen. Beim Anstieg der chinesischen Auslandsinvestitionen in Industrieländern spielten mindestens drei Politikfelder in China eine Rolle: die Finanzmarktpolitik, die Politik der Unternehmensrestrukturierung und die Going-Global-Strategie. Die ständigen Anpassungen der Regulierungen und ihre Wechselwirkungen zu verstehen, ist notwendig für eine fundierte Ursache-Wirkung-Analyse. Unter den gegebenen regulatorischen Umständen in China dürfte es für viele Unternehmen eine rationale Entscheidung gewesen sein, im Ausland Unternehmen aufzukaufen. Aber haben diese Unternehmen ihre Zielobjekte sorgfältig ausgewählt? Haben sie die Fähigkeit, ihre ausländischen Tochtergesellschaften erfolgreich zu führen? Und können ihre Investitionen nachhaltig bleiben, wenn das spekulative Kapital in China nicht mehr an ihnen interessiert ist?

2 Methodologische Prinzipien: interpretativ und emisch

Die epistemologischen und methodologischen (Selbst-)Verständnisse unter den Wissenschaftlern, die heute über China forschen, sind heterogener denn je. Mit der etwas holprigen Formulierung „über China forschende Wissenschaftler“ wollte ich genau die disziplinäre Heterogenität zum Ausdruck bringen. Heute sind es nicht nur Sinologen oder Wissenschaftler aus den Area Studies, die in der Chinaforschung aktiv sind. Besonders bei gegenwartsbezogenen wirtschaftlichen und politischen Themen, wie den chinesischen Auslandsinvestitionen, findet man auch viele Forschungsarbeiten von Betriebswirtschaftswissenschaftlern und Politologen – häufig ohne sinologischen Hintergrund.

Das breitere Spektrum an involvierten Fachdisziplinen führt dazu, dass in die heutige Chinaforschung eine Vielfalt wissenschaftlicher Traditionen einfließt. Das bereichert einerseits den potenziellen Erkenntnisgewinn über chinesische Phänomene, stellt andererseits aber auch eine große Herausforderung für die Bewertung des Forschungsstandes dar. Die Studien über die chinesischen Auslandsinvestitionen, die in den späteren Kapiteln vorgestellt werden, stammen überwiegend aus der nicht-sinologischen Chinaforschung. Bevor ich für meine Untersuchung Sichtweisen und Erkenntnisse aus letzterer heranziehe, benötige ich eine Orientierung, die eine interdisziplinäre Bewertung des Forschungsstandes und meine interdisziplinäre Untersuchungsvorgehensweise ermöglicht.

Zwei Ansätze erscheinen mir für diese Orientierung als am sinnvollsten: die interpretative Denkschule aus der Politikanalyse und die kulturwissenschaftlich inspirierte ökonomische Analyse von Carsten Herrmann-Pillath aus der Sinologie. Die beiden Ansätze sind mehr oder weniger unabhängig voneinander entwickelt worden. Da sie jedoch auf ähnlichen ontologischen Verständnissen beruhen, weisen sie viele Parallelen auf. In diesem Kapitel stelle ich die beiden Ansätze in wechselseitigem Bezug vor. Einerseits ist die Aussagekraft des Ansatzes von Herrmann-Pillath nicht auf die Chinawissenschaft beschränkt, andererseits lässt sich der interpretative Ansatz, der an sich keinen expliziten Chinabezug hat, auch auf Untersuchungen zu China übertragen.

Herrmann-Pillaths Ansatz entstand mit engem Bezug zu China. Er nennt seinen Ansatz „den kulturwissenschaftlichen Blick“ (Herrmann-Pillath, 2015: 23) auf Chinas Wirtschaft. Mithilfe der Kulturwissenschaft als Medium der methodologischen Reflexion bemängelt er zum einen die gängige wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungspraxis (auch, aber nicht nur in Bezug auf China) und schlägt zum

anderen eine sinologisch fundierte Herangehensweise vor. Im Zentrum seiner methodologischen Überlegungen steht das Konzept des Spiegels der Kultur.

Der zweite Ansatz geht nicht auf einen Einzelwissenschaftler zurück, eher fungiert die interpretative Politikanalyse als Dachbegriff für mehrere Denkströmungen, die in einer gemeinsamen Bewegung gegen die Verbreitung des positivistischen Wissenschaftsverständnisses in sozialwissenschaftlichen Praxen entstanden sind. Inspirationsquellen des interpretativen Ansatzes schließen Hermeneutik, Phänomenologie, Ethnomethodologie und die Frankfurter Schule der Kritischen Theorie ein. Trotz der separaten disziplinären Hintergründe und den verschiedenen Termini fügen sich die interpretative Politikanalyse und Herrmann-Pillaths Konzept des Spiegels der Kultur beinahe nahtlos ineinander. Sie fußen auf der gleichen ontologischen Position zum Menschenbild und der sozialen Welt. Sie deuten auf eine vergleichbare Problematik jeweils in der wirtschaftswissenschaftlichen Chinaforschung und der empirischen Sozialforschung hin: das positivistische Wissenschaftsverständnis und die daraus abgeleitete Methodologie. Aus dieser Kritik heraus loten sie alternative Vorgehensweisen aus, die in die gleiche Richtung gehen.

2.1 Grundposition

Interpretative Wissenschaftler machen explizit aufmerksam auf die Unterschiede zwischen Naturwissenschaften und Geisteswissenschaften. Dabei beziehen sie sich auf die Differenzierung, die im Verlauf der erkenntnistheoretischen Entwicklungen des 19. und 20. Jahrhunderts vor allem von deutschsprachigen Philosophen (z. B. Max Weber, Wilhelm Dilthey, Alfred Schütz) herausgearbeitet wurde (Yanow, 2006b: 10). Diese Differenzierung ist in der Wesensverschiedenheit der Untersuchungsgegenstände begründet: Untersuchungsgegenstände der Naturwissenschaften sind „decontextualised and essentially meaningless objects“ (Taylor, 1985: 28) und existieren unabhängig vom menschlichen Geist. Im Mittelpunkt der Geisteswissenschaften stehen hingegen Menschen als sinnstiftende Wesen. Der Prozess der Sinnstiftung ist vom apriorischen Wissen abhängig, historisch eingebettet, in einer Sinngemeinschaft angesiedelt und nicht direkt beobachtbar, sondern über Artefakte vermittelt. “[T]he meaning-making activity of human actors is central to understanding causal relationships [of social and political phenomena].“ (Yanow, 2006a: xii) Das interpretative Unterfangen, die zentrale Bedeutung der Sinnstiftung wieder verstärkt ins Bewusstsein des Forschungsalltags zu rufen, speist sich aus einer Rückbesinnung auf die geisteswissenschaftlichen Wurzeln der Sozialwissenschaften.

Auch Herrmann-Pillath hebt am Ausgangspunkt seiner Untersuchung die Zentralität der Sinnstiftung im menschlichen Handeln und den sozialen Interaktionen hervor, dass

„alle menschlichen Lebensbereiche durch Sinnstiftungen geprägt sind, die miteinander zusammenhängen.“(Herrmann-Pillath, 2015: 22 orig. Hervorhebung) Wie Sinn gestiftet wird, ist ein kreativer Akt, der keine objektive Verankerung besitzt. Insofern ist Sinnstiftung kontingent. Dennoch ist sie nicht beliebig: Sie „geschieht immer in menschlichen Interaktionen, die durch diese Sinnstiftung in bestimmter Weise geprägt werden, und in denen sich die verschiedenen Individuen gegenseitig der Sinnhaftigkeit ihre[s] Handelns versichern.“(Herrmann-Pillath, 2015: 23)

Die Einsicht, dass Naturwissenschaften und Geisteswissenschaften nicht auf dem gleichen ontologischen Boden stehen, hat weitreichende Folgen hinsichtlich der Art und Weise der Erkenntnisgenerierung. Die Natur erklären wir, die Sinnstiftung verstehen wir. Bei naturwissenschaftlichen Untersuchungen findet der Akt der Sinnstiftung nur einseitig statt, nämlich auf der Seite der untersuchenden Wissenschaftler. Das erlaubt einem Naturwissenschaftler, seinen Untersuchungsgegenstand, den er nicht selbst interpretieren kann, zu entdecken und – um mit Max Weber zu sprechen – zu begreifen. Dabei betrachtet der Naturwissenschaftler „external to“ oder „superior to“ (Yanow und Schwartz-Shea, 2006: 389) sein Untersuchungsobjekt.

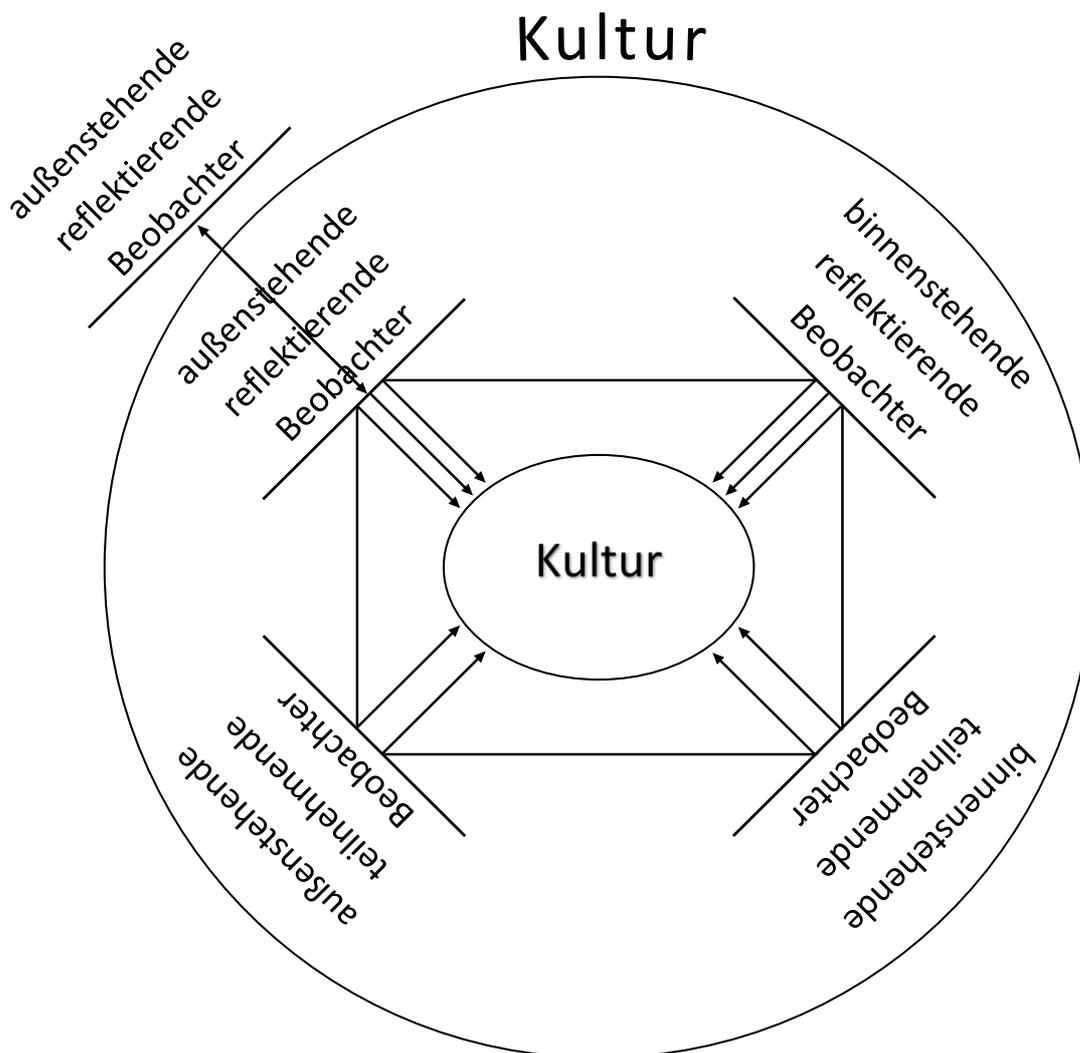
Bei geisteswissenschaftlichen Untersuchungen findet der Akt der Sinnstiftung sowohl auf der Seite der untersuchenden Wissenschaftler als auch auf Seiten der untersuchten Akteure statt (Winch, 1990: 88). Sozialphänomene, die wir untersuchen, sind keine de facto existierende Realität, die nur darauf wartet, begriffen zu werden. Sie werden durch die Interaktionen zwischen den Untersuchenden und den untersuchten Akteuren konstruiert (ebd.). Interpretative Wissenschaftler schildern diese Interaktionen wie folgt: Der untersuchende Wissenschaftler versucht, Sinn zu erschließen, indem er den Prozess der Sinnstiftung aus der Perspektive der untersuchten Akteure betrachtet. Mit anderen Worten: Er fördert die Selbstinterpretation der untersuchten Akteure durch das Einnehmen von deren Sichtweise zutage. Aber der Wissenschaftler geht noch über diese Selbstinterpretation hinaus, ansonsten wäre die Untersuchung auf ein reines Wiedergeben der Eigendarstellung der Akteure reduziert. Das darüber hinausgehende geschieht dadurch – zusammengefasst in einer kritischen Rezeption von Glynos und Howarth (Glynos und Howarth, 2007) –, dass die Selbstinterpretation in den zugrunde liegenden Kontext eingebettet wird.

Der Kontext hat – je nach konkretem Konzept – viele Namen unter den interpretativ arbeitenden Wissenschaftlern: Tradition, Kultur, Glaube, Ideologie usw. Der Kontext ist zeit- und raumabhängig, stellt uns Deutungsmuster zur Verfügung, mit denen wir uns selbst und die Welt betrachten bzw. interpretieren. Das gilt nicht nur für die untersuchten Akteure, sondern auch für die untersuchenden Wissenschaftler. Mit Theorien und Konzepten sowie daraus resultierenden Methoden systematisieren

Wissenschaftler ihre Beobachtungen. Dabei gehen sie keineswegs annahmenlos vor. Theoretische Kategorien sind ein Kontext der Wissenschaftler, der als „embodying and reflecting the point of view of their creators“ (Yanow, 2006b: 6) zu betrachten ist. So gesehen, sagen unsere Analysen genauso viel über uns aus wie über die untersuchten Akteure.

2.2 Der Spiegel der Kultur

Abbildung 1: Der Spiegel der Kultur von Carsten Herrmann-Pillath



Quelle: Herrmann-Pillath 2015: 32

Herrmann-Pillath vertritt erkennbar ebenfalls eine konstruktivistische Ontologie. Auf dieser Grundlage konkretisiert er die methodologischen Überlegungen, die eine besondere Bedeutung für die Chinaforschung sowie Area Studies allgemein haben. Mit dem Konzept des Spiegels der Kultur ergänzt er den interpretativen Ansatz um eine Kultur-Dimension, indem er die grundlegenden Muster der komplexen Interaktionen

zwischen den untersuchten und den untersuchenden Akteuren in und außerhalb einer Kultur (z. B. der chinesischen Kultur) aufzeigt. In diesen Interaktionen wird Kultur überhaupt zuerst „erzeugt und transformiert“ (Herrmann-Pillath, 2015: 35).

Zu analytischen Zwecken unterteilt Herrmann-Pillath Akteure in Bezug auf ihre Handlungsarten in teilnehmende und reflektierende Akteure und bezüglich der Perspektiven auf eine Kultur in binnenstehende und außenstehende Akteure. Teilnehmende Akteure sind diejenigen, die am Handlungserfolg in den tatsächlichen Interaktionen gemessen werden, reflektierende Akteure jene, die über die Praxis nachdenken und ihre Sichtweise schriftlich oder mündlich zum Ausdruck bringen (Herrmann-Pillath, 2015: 32f.). Die Grenze zwischen teilnehmen und reflektieren ist fließend. „Ein teilnehmender Akteur kann über die Art und Weise seiner teilnehmenden Interaktionen reflektieren oder nicht; ein reflektierender Akteur kann in Interaktionen eintreten oder nicht.“ (Herrmann-Pillath, 2015: 31) Binnenstehende Akteure sind diejenigen, die sich mit einer Kultur identifizieren, sich in ihrer Betrachtung oder Handlung an der Kultur orientieren, und die Kulturphänomene von innerhalb heraus betrachten (Herrmann-Pillath, 2017: 25). Außenstehende Akteure hingegen betrachten die Kulturphänomene von außerhalb eines durch kulturelle Differenz gekennzeichneten Raumes.

Ähnlich wie beim Teilnehmen und Reflektieren existiert auch hier eine Wechselwirkung zwischen binnenstehenden und außenstehenden Akteuren. Die Innen-Konstrukte und Außen-Konstrukte der Kultur, die jeweils von binnenstehenden und außenstehenden Akteuren stammen, werden gegenseitig gelesen, reflektiert oder übernommen. Orientalismus¹ und der umgekehrte Orientalismus² sind Paradebeispiele dieser Phänomene (Herrmann-Pillath, 2015: 34f.). Als ein Beispiel spezifisch im Kontext der Chinaforschung nennt Herrmann-Pillath die Entstehung des Konstrukts eines „chinesischen Kapitalismus“ durch fortlaufenden Diskurs zwischen westlichen und chinesischen Akteuren in Wissenschaft, Politik und Praxis (Yao, 2002; Herrmann-Pillath, 2015: 35).

Forscht ein Wissenschaftler zu China, ist er ein reflektierender Akteur. Kommt er ursprünglich von außerhalb der chinesischen Kultur, ist er ein außenstehender reflektierender Akteur, so sieht Herrmann-Pillath auch seine eigene Rolle. „[I]n writing this book about China’s economic culture I am not simply doing empirical, descriptive or explanatory work. As a ‚German‘, I take part in the activity of constructing the identity

¹ Orientalism “describes the special effect that can emerge if Western observers construct an image of Asian societies and culture which also partly reflects their own context and cultural problematics” (Herrmann-Pillath, 2017, 27).

² Reverse orientalism “happens if Asian people start to describe themselves along the lines of the Western perceptions, which in turn feeds back on the Western discourse” (ebd.).

of ‚the Chinese‘.” (Herrmann-Pillath, 2017: 26) Reflektierende Akteure können außerdem auf zwei verschiedenen Reflexionsebenen handeln: Auf der ersten Ebene können sie über die Interaktionen in der Praxis reflektieren und sie interpretieren, auf der zweiten Ebene mit einer höherer Komplexitätsstufe (der Meta-Ebene) auch über den konstruierenden Prozess der Kultur (Herrmann-Pillath, 2015: 33). Wissenschaftler, die mithilfe ihrer Theorien und Methoden ein Konzept des „chinesischen Kapitalismus“ erstellen, reflektieren und interpretieren auf der ersten Ebene. Wissenschaftler, die sich Gedanken über die Entstehung eines solchen Konzepts machen, reflektieren auf der zweiten Ebene.

Positivistisch arbeitende Wissenschaftler würden die Grenze zwischen den teilnehmenden und reflektierenden Akteuren als ex ante vorgegeben und statisch betrachten. Chinesische Unternehmer und Politiker, die in den chinesischen Auslandsunternehmensbeteiligungen involviert sind, sind teilnehmende Akteure im Untersuchungsfeld, über deren Motivationen und Intentionen die Wissenschaftler als reflektierende Akteure Aussagen treffen.

Die Reflexion über binnenstehende und außenstehende Akteure hat für Herrmann-Pillath eine unmittelbare methodologische Implikation. Wenn reflektierende Akteure eine Außenperspektive bei der Untersuchung einnehmen, handelt es sich um eine etische Betrachtungsweise. Wenn hingegen eine Innenperspektive eingenommen wird, ist es eine emische Position. Etik und Emik³ sind Begriffe aus der Anthropologie, die im Konzept des Spiegels der Kultur durch Außensicht und Innensicht übersetzt werden können. „Die Emik versucht, den Prozess der Sinnstiftung im ökonomischen Handeln aus der Perspektive der teilnehmenden Beobachter zu analysieren. [...] Die Etik betrachtet das ökonomische Handeln aus der Sicht des außenstehenden Betrachters und versucht, erklärende Determinanten zu finden, die über verschiedene Beobachterperspektiven hinweg kommensurabel sind.“ (Herrmann-Pillath, 2015: 24)

Beide Positionen bringen erhebliche Herausforderungen mit sich. Die etische Position ist vergleichbar mit der von den interpretativen Wissenschaftlern als positivistisch bezeichneten Position. Sie hat ihre Wurzel in den Naturwissenschaften und arbeitet mit objektivierbaren Maßen und Kategorien. „‚Objektivierbar‘ bedeutet hier: Unabhängig von der Perspektive des Beobachters.“ (Herrmann-Pillath, 2015: 24) Die emische Position entspricht der interpretativen Position. Ein emisch vorgehender Wissenschaftler bemüht sich, die Perspektiven der teilnehmenden Akteure

³ Emic und etics im Englischen werden aus den linguistischen Begriffen phonemics und phonetics abgeleitet. „*Phonemics* betrachtet die Laute einer Sprache unter ihrem bedeutungsdifferenzierenden Aspekt, setzt also ein Verständnis dieser Sprache voraus (die ‚Innensicht‘), *phonetics* betrachtet die Laute mit physikalischen Methoden unabhängig von ihrer Bedeutung (also die ‚Außensicht‘).“ (Herrmann-Pillath, 2015: 24)

einzunehmen. Dennoch stellt sich die Frage, wie weit dies überhaupt möglich ist. In Anlehnung an W. V. Quine spricht Herrmann-Pillath an dieser Stelle von einem „fundamental epistemological dilemma of the ‚indeterminacy of translation“ (Herrmann-Pillath, 2017: 33) in einer Untersuchung über Aktivitäten der Sinnstiftung. Die Gesamtheit der Sinnstiftungen lässt sich eben nicht komplett erschließen.

Einen mittleren Weg bzw. einen Ausweg sieht Herrmann-Pillath im ständigen Dialog zwischen den etischen und emischen Perspektiven. Die Erkenntnisse, die auf der etischen Grundlage ermittelt werden, müssen den emisch denkenden Akteuren zurückgespiegelt werden, um zu erfahren, ob sie Sinn haben. Die reflektierenden Akteure können ihre Erkenntnisse auch in der Praxis mit den handelnden Akteuren einsetzen, um zu überprüfen, ob sie zu erfolgreichen Interaktionen führen. Die transdisziplinäre Triangulation müsse also die Methode der Kultur- und Sozialwissenschaften sein (Herrmann-Pillath, 2015: 26). Diese Methode bindet die chinesische Innenperspektive bewusst in den Untersuchungsprozess ein und modifiziert gezielt die nicht-chinesische Außenperspektive in dem Dialogprozess zwischen außenstehenden und binnenstehenden Wissenschaftlern. Die sinologischen Erkenntnisse stehen daher der Sinnstiftung der untersuchten chinesischen Akteure in der Regel nah. Die Vorsichtigkeit im Prozess der Wissensgenerierung und die Sensibilität über die Deutung der beobachteten chinesischen Phänomene führen auch zu einer größeren Authentizität der Erkenntnisse.

3 Quantitative Datenquellen und Studien

Die Erkenntnisse über die chinesischen Auslandsinvestitionen und -übernahmen lassen sich in quantitative Studien und kausale Studien einteilen. Quantitative Studien messen das Phänomen nach vordefinierten Parametern und stellen die Ergebnisse deskriptiv dar. In diesem Kapitel präsentiere ich die quantitativen Erkenntnisse. Statt jedoch direkt mit den inhaltlichen Aussagen zu beginnen, möchte ich zuerst einen Überblick über die Datenquellen geben. Denn die quantitativen Aussagen, die in der Literatur zu finden sind, basieren in der Regel auf einem oder mehreren der folgenden primären Datensätze. Die Eigenschaften des Datensatzes bestimmen maßgeblich die Genauigkeit und Aussagekraft der quantitativen Ergebnisse. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, zunächst über die jeweiligen Stärken und Schwächen der Datenquellen nachzudenken.

3.1 Quantitative Datenquellen

Die gängigen quantitativen Datenquellen, die in den Studien über die chinesischen Auslandsinvestitionen benutzt werden, sind:

- die OFDI-Statistiken der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD),
- Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment der chinesischen Behörden,
- The China Global Investment Tracker von der Heritage Foundation und dem American Enterprise Institute,
- The US-China FDI Project und Chinese FDI in Europe von der Rhodium Group und dem Mercator Institute for China Studies (MERICS),
- kommerzielle Unternehmensdatenbanken.

3.1.1 Die OFDI-Statistiken der UNCTAD

Die OFDI-Statistiken der UNCTAD geben Auskunft darüber, wie viel Direktinvestitionen China vom Festland (VR China ohne die Sonderverwaltungszone Hongkong und Macao) aus jährlich seit 1982 tätigt. Das sind hochaggregierte Daten: die jährliche Summe der chinesischen Auslandsdirektinvestitionen und der kumulative Investitionsbestand. Die Quelle der Daten der UNCTAD ist hauptsächlich die chinesische Amtsstatistik, die von den chinesischen Behörden an die UNCTAD weitergeleitet werden (UNCTAD, 2017: 24). Insofern handelt es sich nicht um eine von der chinesischen Amtsstatistik unabhängige Datenquelle. Die UNCTAD deckt wesentlich mehr Jahre als die chinesische Amtsstatistik ab, denn die letztere

veröffentlicht erst ab dem Zeitraum 2003. Das bedeutet: Aus den Daten der UNCTAD lässt sich eine langfristige historische Entwicklung der chinesischen Auslandsdirektinvestitionen seit Anfang der 1980er Jahre ablesen. Außerdem sind die UNCTAD-Daten immer ein Jahr aktueller als die chinesische Amtsstatistik. Während die chinesischen Behörden ihre Zahlen mit bis zu zwei Jahren Verzögerung veröffentlichen, stellt UNCTAD die aktuellste Jahresstatistik, die zum Teil auf Schätzung basiert, in der Regel bereits ein Jahr schneller zur Verfügung. Die auf Schätzung basierenden Zahlen werden, wenn die chinesische Amtsstatistik vorliegt, entsprechend korrigiert. Daher stimmen für die Jahre zwischen 2003 und 2017 die Datensätze der UNCTAD und die chinesische Amtsstatistik entweder exakt überein oder zeigen nur geringfügige Abweichungen. Aufgrund des hohen Aggregationsgrads lassen die UNCTAD-Daten keine tief gehende Analyse der Merkmale der chinesischen Auslandsinvestitionen zu.

3.1.2 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment

Das Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment ist der jährliche gemeinsame Bericht des chinesischen Handelsministeriums, des Nationalen Statistikamtes und der State Administration of Foreign Exchange (SAFE) über die chinesischen Auslandsdirektinvestitionen. Er liegt im Chinesischen seit 2003 und in einer abgekürzten englischen Version zusätzlich zu der chinesischen seit 2008 vor. Neben dem gesamten Volumen der Auslandsdirektinvestitionen enthält der Jahresbericht weitere Informationen, die ein detaillierteres Bild über den Investitionsfluss vermitteln können. Dazu zählen vor allem Aufschlüsselung der Auslandsdirektinvestitionen nach Zielländern bzw. Zielregionen, Unterteilung der Investitionsvolumen in Greenfield- und Brownfield-Projekte⁴, Aufschlüsselung der Investitionsvolumen nach Branche, Gesellschaftsform der investierenden chinesischen Unternehmen, Aufschlüsselung des Investitionsvolumens z. T. nach dem Eigentumsverhältnis und Herkunft der investierenden Unternehmen.

Die Amtsstatistik hat drei Hauptinformationsquellen: Angaben der chinesischen Unternehmen in ihren Genehmigungsanträgen auf Auslandsinvestitionen, Registrierungsdaten der Zentralregierung und der lokalen Regierungen über Investitionsprojekte der Unternehmen im Ausland, Daten über grenzüberschreitenden Kapitalverkehr der SAFE (Ministry of Commerce of the People's Republic of China; National Bureau of Statistics of the People's Republic of China et al., 2007: 37, 2012:

⁴ Greenfield- und Brownfield -Investition sind Begriffe aus der inzwischen üblichen Typisierung der Auslandsdirektinvestitionen. Als Brownfield werden Fusionen und Übernahmen (Mergers and Acquisitions oder M&A) von bestehenden Unternehmen bezeichnet. Greenfield-Investitionen sind Neugründungen.

59). Die Veröffentlichung der Statistik erfolgt nicht besonders schnell. Mit einer Verzögerung von bis zu 18 Monaten muss man in der Regel rechnen.

Die Stärke der chinesischen Amtsstatistik sind die Informationen über die investierenden chinesischen Unternehmen. Durch die Aufschlüsselung des Investitionsvolumens nach Eigentumsverhältnis und Herkunft der investierenden Unternehmen gewinnt man ein differenziertes Bild über die chinesischen Investoren, die keine homogene Gruppe von Unternehmen sind.

Bei der Aufschlüsselung des Investitionsflusses nach Zielländern verwendet die Amtsstatistik das Erstziel-Prinzip. Das heißt: Das Land, welches die Investitionen aus Festlandchina unmittelbar empfängt, zählt als Zielland der chinesischen Investitionen, unabhängig davon, ob das geflossene Kapital danach in dem Land investiert oder weitergeleitet wird. Wenn man die ersten drei Zielländer betrachtet, die nach dieser Darstellungsweise in den letzten 10 Jahren kumulativ die meisten Investitionen aus Festlandchina erhalten haben, wird sofort ersichtlich, warum hier ein verzerrtes Bild über die Zielländer der chinesischen Auslandsinvestitionen entstanden sein könnte. Diese drei Zielländer sind der Reihenfolge nach die Sonderverwaltungszone Hongkong, die Kaimaninseln und die britischen Jungferninseln – alles bekannte Offshore-Finanzzentren. Allein Hongkong hat zwischen 2008 und 2017 ein Investitionsvolumen von über 981 Mrd. US-Dollar (981.265.680.000) vom chinesischen Festland erhalten. Das sind mehr als die Hälfte aller chinesischen Auslandsdirektinvestitionen in diesem Zeitraum. Hongkong dient aufgrund seiner historischen Entwicklung und geografischen Lage den chinesischen Unternehmen als beliebtes Kapitaldrehkreuz. Hongkong zusammen mit den Kaimaninseln und den britischen Jungferninseln haben 1,353 Mrd. US-Dollar (1.353.008.620.000) Investitionen angezogen – knapp drei Viertel aller chinesischen Auslandsdirektinvestitionen zwischen 2008 und 2017.

Es ist anzunehmen, dass ein beachtlicher Teil dieser 1,353 Mrd. US-Dollar Hongkong, die Kaimaninseln und die britischen Jungferninseln lediglich als Zwischenstation nutzte und letzten Endes entweder zurück nach Festland China bzw. in die eigentlichen Investitionszielländer geflossen ist (Vlcek, 2014). Da die chinesische Amtsstatistik keine Angaben über die weiteren Kapitalbewegungen enthält, kann man nicht erkennen, wohin die chinesischen Auslandsdirektinvestitionen tatsächlich flossen. Um diese Entwicklung der chinesischen Investitionen in einem bestimmten Zielland zu erfahren, ist das Endziel-Prinzip nötig, das den letztendlichen Empfänger des chinesischen Kapitals berücksichtigt.

3.1.3 The China Global Investment Tracker

The China Global Investment Tracker erfasst im Gegensatz zur chinesischen Amtsstatistik oder den Daten der UNCTAD die chinesischen Auslandsinvestitionen nicht auf der aggregierten Ebene. Es beobachtet die ausländischen Investitionsprojekte chinesischer Unternehmen weltweit seit 2005 auf der Transaktionsebene und nimmt diejenigen Projekte in eine fortführende Liste auf, die ein Transaktionsvolumen von mindestens 100 Mio. US-Dollar erreicht haben. Dabei kommen sowohl Greenfield- als auch Brownfield-Projekte infrage. Eine Besonderheit des The China Global Investment Trackers ist, dass auch die angestrebten Investitionsprojekte ohne Abschlusserfolg dokumentiert werden. Ins Leben gerufen wurde der China Global Investment Tracker von der US-amerikanischen politischen Think-tank-Heritage Foundation. Bis Ende 2018 wurden etwa 3100 realisierte und 280 nicht gelungene Transaktionen im China Global Investment Tracker gelistet. (The American Enterprise Institute und The Heritage Foundation, 2019) Zu jeder dieser Transaktionen werden die wesentlichen Parameter erfasst: Name der investierenden chinesischen Unternehmen, Datum der Transaktion, Transaktionsobjekt, dessen Land und Branche, sowie Transaktionsvolumen und Beteiligungsgrad.

Eine Stärke des China Global Investment Trackers sind die ausführlichen Informationen auf der Transaktionsebene, die mehr analytische Optionen ermöglichen. Die Identifizierung von Transaktionen entspricht dem Endziel-Prinzip und garantiert dadurch die Genauigkeit der Angabe über das Zielland der chinesischen Investitionen. Eine Schwäche ist die „Aufnahmehürde“ von 100 Mio. US Dollar. Diese doch relativ hohe Untergrenze führt dazu, dass nur große bis sehr große Investitionsprojekte aufgezählt werden. Eine repräsentative Stichprobe für die chinesischen Auslandsdirektinvestitionen ist es nicht.

3.1.4 FDI-Daten der Rhodium Group

Der US-amerikanische Think-Tank Rhodium Group ist in zwei Projekten in die Ermittlung der chinesischen FDI-Daten federführend: In den USA erfasst sie zusammen mit dem National Committee on U.S.–China Relations die bilateralen Investitionsströme zwischen China und den USA ab 1990. In Deutschland ermittelt sie in Kooperation mit dem politischen Think-Tank Mercator Institute for China Studies die chinesischen Investitionen in den 28 EU-Ländern ab 2010. Als ihre Berechnungsgrundlage identifiziert sie einzelne chinesische Investitionsprojekte aus einer Vielfalt der Informationskanäle wie kommerziellen Datenbanken, Medienberichten, Unternehmensmitteilungen usw. (Hanemann und Huotari, 2015: 60). Als Investitionsprojekte gelten sowohl Neugründungen als auch Unternehmensbeteiligungen ab zehn Prozent, in beiden Fälle mit einem Mindestwert von einer Million Euro bzw. US-Dollar. Die Branche der Investitionsprojekte und das

Eigentumsverhältnis der investierenden Unternehmen gehören zu den wichtigen Informationen, die erfasst werden. Die Rhodium Group stuft einen chinesischen Investor als privat ein, wenn mindestens 80 Prozent der Anteile von privaten Anteilseignern gehalten werden und ein chinesisches Unternehmen als staatlich, wenn 20 Prozent oder mehr Anteile von staatlichen Instanzen gehalten werden.

Unter allen projektbezogenen Datenquellen hat die Rhodium Group vermutlich den repräsentativsten Datenbestand. Zum einen bewirkt die Untergrenze von 1 Mio. Euro bzw. US-Dollar (im Vergleich mit der Untergrenze von 100 Mio. US-Dollar bei dem China Global Investment Tracker), dass wesentlich mehr Fälle mit kleineren Transaktionsvolumen gezählt werden können. Der Datenbestand ist allerdings nicht öffentlich zugänglich. Veröffentlicht werden regelmäßig lediglich die Berichte und aggregierten Auswertungsergebnisse.

Eine eventuelle verzerrende Erfassung ist die verwendete Definition des Eigentumsverhältnisses der investierenden chinesischen Unternehmen. Die Zuordnung zu staatlichen oder privaten Investoren macht die Rhodium Group an der 20/80-Trennlinie fest. Das bedeutet, ein Investor mit 79 Prozent privaten Anteilen gilt nicht als privat, während ein Unternehmen mit 21 Prozent staatlichen Anteilen als staatlich gilt. Die Definition ist ohne Begründung schwer nachvollziehbar. Sie ist nicht plausibel und bewirkt tendenziell, dass chinesischen Investoren eher und leichter als staatlich eingestuft werden.

3.1.5 Kommerzielle Unternehmensdatenbanken

Kommerzielle Unternehmensdatenbanken von Anbietern wie Capital IQ, Thomson oder Bureau van Dijk erheben Daten über die Unternehmensbeteiligungen auf dem globalen Markt. Solche Datenbanken beinhalten Angaben über die direkten bzw. globalen Muttergesellschaften und deren Herkunftsländer. Gegen (viel) Entgelt lassen sich die Unternehmensbeteiligungen mit China als das Herkunftsland der Investoren aus den Datenbanken abfragen. Studien aus dem Bereich International Management setzen häufig diese Datenquelle ein. Die Schwelle der kommerziellen Unternehmensdatenbanken bei dem Transaktionsvolumen ist nicht festgesetzt und daher durchaus niedriger als die von dem China Global Investment Tracker (mindestens 100 Mio. US-Dollar) und die von der Rhodium Group (mindestens 1 Mio. Euro). Es ist bei kommerziellen Unternehmensdatenbanken wahrscheinlicher, auch Fälle mit geringfügigeren Transaktionsvolumen zu finden. In einer früheren Nachprüfung von Daten aus einer Firmendatenbank konnten wir feststellen, dass die Zuordnung des Herkunftslandes der Muttergesellschaft von der Beteiligungsstruktur im Unternehmensverbund abhängt (Bian und Emons, 2017: 163). Je mehr Zwischengesellschaften zwischen dem Tochterunternehmen im Zielland und der Muttergesellschaft in China existieren, desto wahrscheinlicher, dass die

Muttergesellschaft einem falschen Herkunftsland zugeordnet wird (Fuest; Hugger et al., 2019: 5). Eine manuelle Nachprüfung kann die falsche Zuordnung zum Teil korrigieren, ist aber bei großen Stichproben zeitlich sehr aufwendig.

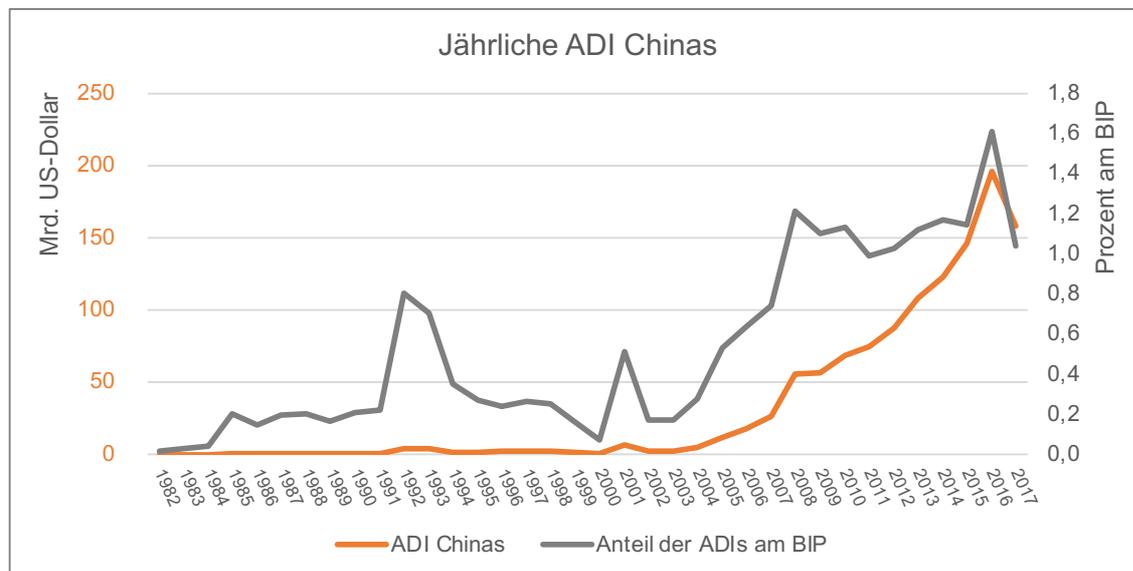
3.2 Quantitative Erkenntnisse

Die Analyse der verschiedenen Datenquellen soll deutlich machen, dass die quantitativen Aussagen über die chinesischen Auslandsinvestitionen in der Literatur nicht unkritisch zu übernehmen sind. In diesem Abschnitt fasse ich die quantitativen Aussagen unter Berücksichtigung ihrer jeweiligen Erhebungsverfahren zusammen. Dabei versuche ich, möglichst deskriptiv zu bleiben, um keine Aussagen zu treffen, die aus den quantitativen Daten nicht direkt herleitbar sind.

Wenn man die bisherige Entwicklung der chinesischen Auslandsdirektinvestitionen (linke Achse der Abbildung 2) betrachtet, sind grob drei Abschnitte erkennbar: 1982–2000, 2001–2008, 2010–2017. Zwischen 1982 (Beginn der Datenaufzeichnung) und 2000 investierte China noch sehr wenig im Ausland. In diesem Zeitraum war der Anteil der Auslandsdirektinvestitionen im chinesischen Bruttoinlandsprodukt (rechte Achse) so gering, dass sie volkswirtschaftlich nicht relevant war. Ab 2001 stiegen die Auslandsdirektinvestitionen allmählich an. Zwischen 2001 und 2008 wuchsen sie durchschnittlich viel schneller als in den zehn Jahren zuvor. Unmittelbar nach der Weltfinanzkrise von 2008 auf 2009 wuchsen sie kaum. Zwischen 2010 und 2016 legten die Auslandsdirektinvestitionen aus China kontinuierlich zu mit einem durchschnittlichen Tempo, das noch höher war als im Zeitraum 2001–2008. Von 2016 auf 2017 gingen sie deutlich zurück.

3.2.1 Historische Tendenz: absoluter und relativer Anstieg⁵

Abbildung 2: Jährliche Auslandsdirektinvestitionen Chinas 1982-2017

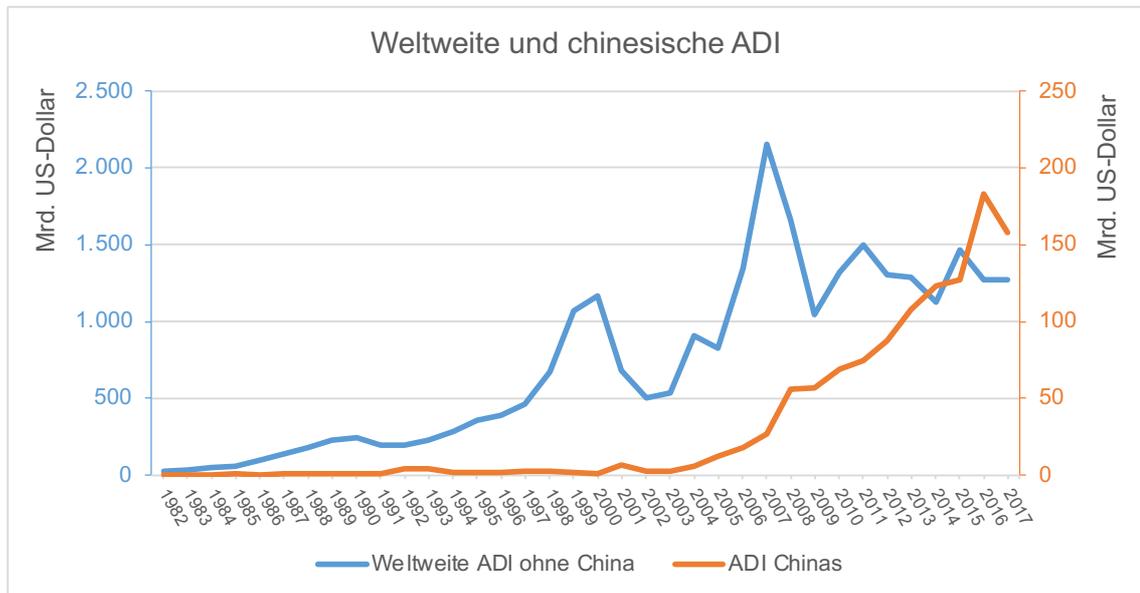


Quelle: UNCTAD; eigene Darstellung

Wenn man die historische Entwicklung der chinesischen Auslandsdirektinvestitionen (rechte Achse der Abbildung 3) mit der weltweiten Entwicklung (linke Achse der Abbildung 3) vergleicht, sieht man, dass beide nicht immer im selben Trend lagen. Während Chinas Auslandsinvestitionstätigkeiten zwischen 1982 und 2000 quantitativ nicht nennenswert waren, erlebten die weltweiten Auslandsdirektinvestitionen eine regelrechte Wachstumsphase. In diesem Zeitraum war China hauptsächlich ein Empfängerland der ausländischen Investitionen. Zwischen 2001 und 2007 schwankten die Auslandsinvestitionen weltweit stark aber mit einer insgesamt steigenden Tendenz. Währenddessen begann China, mit einer stabil-positiven Rate mehr im Ausland zu investieren. Dennoch lag die durchschnittliche Wachstumsrate chinesischer Auslandsinvestitionen damals unter dem globalen Wert. Von 2007 auf 2008 brachen die weltweiten Auslandsinvestitionen infolge der Krise scharf ein. Ab 2010 fielen die globalen Schwankungen geringer aus, die Jahre mit Investitionszuwachs und die Jahre mit Investitionsrückgang wechselten sich ab. Zur selben Zeit wuchsen die chinesischen Auslandsinvestitionen am schnellsten seit 1982 bis zum ersten Rückgang im Jahr 2017. Insofern stimmt die Konjunktur chinesischer Auslandsinvestitionen nicht immer mit der weltweiten Entwicklung überein.

⁵ Daten aus China bedeuten in diesem Abschnitt Festland VR China ohne die Sonderverwaltungszone Hongkong und Macao.

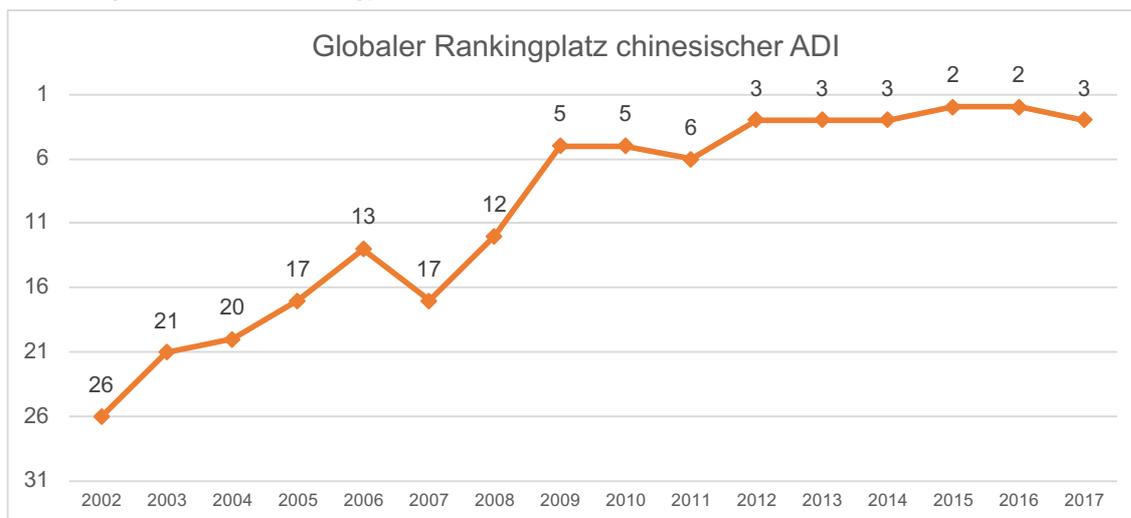
Abbildung 3: Jährliche Auslandsdirektinvestitionen Chinas im Vergleich mit der restlichen Welt 1982-2017



Quelle: 1982–2002 UNCTAD, ab 2003 die chinesische Amtsstatistik; eigene Darstellung

Die konvergierende Tendenz zwischen chinesischen und weltweiten Auslandsdirektinvestitionen nach 2001 schlägt sich im Rankingplatz Chinas nieder. Die Abb. 3 zeigt den Anstieg der chinesischen Platzierung auf der globalen Rangliste. Ein Sprung fand zwischen 2008 und 2009 statt, als die chinesischen Auslandsdirektinvestitionen von Platz 12 auf Platz 5 stiegen. Das ist die Zeit, als viele große Volkswirtschaften infolge der globalen Finanz- und Währungskrise ihre Investitionen stark zurückstellten. Obwohl die weltweiten Auslandsinvestitionsströme nach 2009 wieder ein wenig angestiegen sind (s. **Fehler! Ungültiger Eigenverweis auf Textmarke.**), blieb China auf einem der vordersten Plätze.

Abbildung 4: Globaler Rankingplatz chinesischer Auslandsdirektinvestitionen 2002-2017



Quelle: UNCTAD; eigene Darstellung

3.2.2 Weitere Details aus der chinesischen Amtsstatistik

Die chinesische Amtsstatistik schlüsselt die Auslandsdirektinvestitionen⁶ nach der Region der investierenden Unternehmen auf, wobei die Zentralregierung wie eine weitere Region behandelt wird.

Abbildung 5 zeigt, dass die zentralstaatlichen und lokalen Unternehmen im Großen und Ganzen gegensätzliche Tendenzen bei ihren ADI hatten. In den Jahren, als die zentralstaatlichen Auslandsinvestitionen stark zulegten, wuchsen die ADI lokaler Unternehmen wenig. Es ist umgekehrt auch der Fall. Nach 2014 investierten lokale Unternehmen jedes Jahr mehr bzw. wesentlich mehr im Ausland als die zentralstaatlichen Unternehmen.

⁶ Hier werden die chinesischen ADI in die Finanzsektoren nicht gezählt.

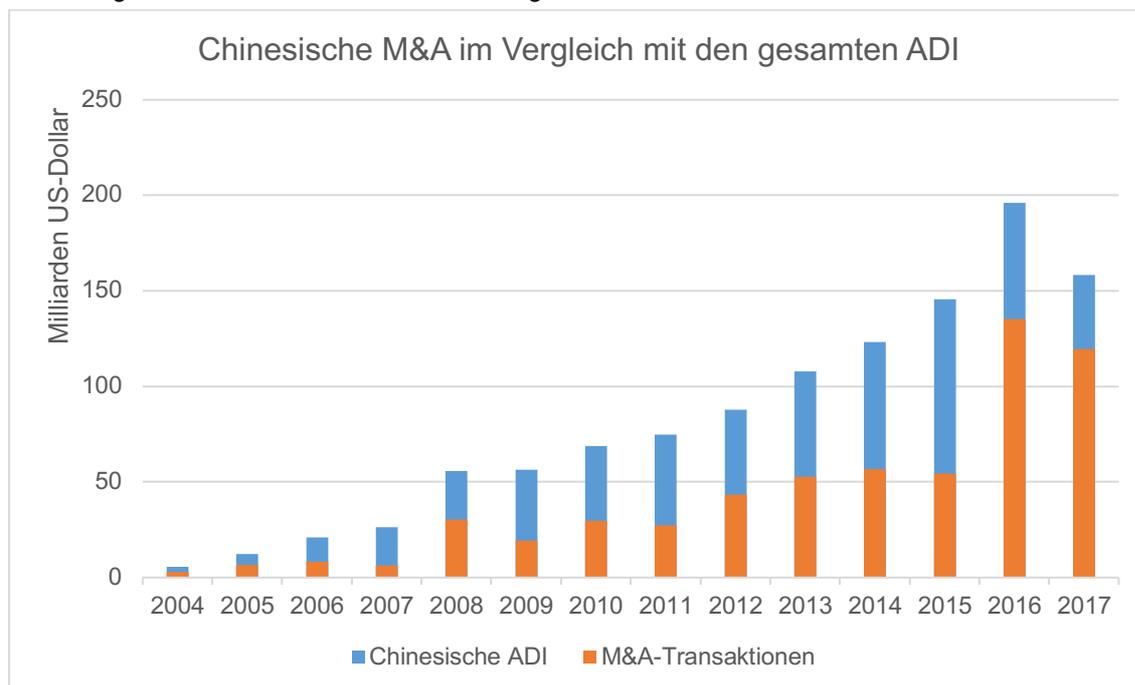
Abbildung 5: Gegensätzliche Entwicklung zentralstaatlicher und lokaler ADI 2003-2017



Quelle: *Statistical Bulletin of China's OFDI; eigene Darstellung*

Laut der OECD-Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: „[...] M&A transactions imply the purchase or sale of existing equity [...]“ (OECD, 2008: 89). Daher bilden die M&A-Transaktionen eine Teilmenge der gesamten ADI. Abbildung 6 zeigt das Volumen der gesamten chinesischen ADI und der M&A-Transaktionen im Vergleich. Der Anteil der letzteren steigt in den Jahren 2016 und 2017 deutlich an. In Jahr 2017 übernahm das zentralstaatliche Unternehmen ChemChina für 41,1 Mrd. US-Dollar 98,06 Prozent Unternehmensanteile von Syngenta. Es war die größte Einzeltransaktion eines chinesischen Unternehmens in diesem Jahr und auch der zweitgrößte M&A-Deal weltweit. Wenn es diesen gigantischen Erwerb nicht gegeben hätte, wäre der Rückgang der M&A-Volumen im Jahr 2017 noch deutlicher ausgefallen.

Abbildung 6: Gesamte ADI und M&A im Vergleich 2004-2017



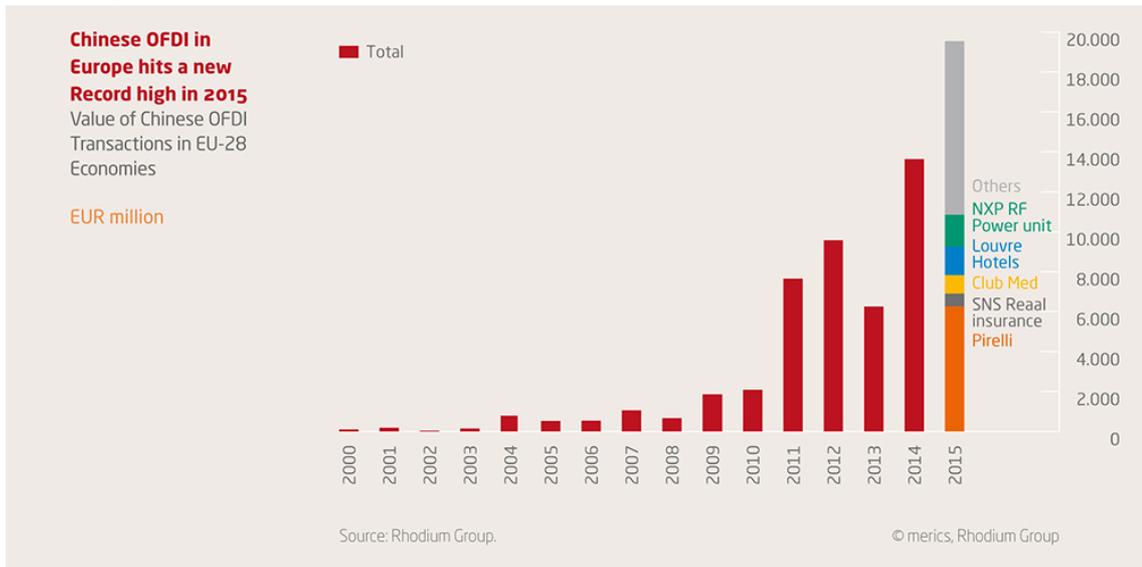
Quelle: *Statistical Bulletin of China's OFDI*; eigene Darstellung

3.2.3 Chinesische Investitionen in der EU und Deutschland

Die Studien der Rhodium Group und MERICS sind die wesentlichen Quellen in diesem Abschnitt, der die Entwicklung der chinesischen Direktinvestitionen in der EU und Deutschland behandelt (Hanemann und Huotari, 2015, 2016; Hanemann; Huotari et al., 2019). Obwohl die Originaldaten, die den Studien zugrunde liegen, nicht zugänglich sind, können wir annehmen, dass sie genauer sind als die chinesische Amtsstatistik, die durch das Erstziel-Prinzip verzerrt ist.

Abbildung 7 ist die originale Darstellung aus dem gemeinsamen Bericht der Rhodium Group und MERICS. Die Berechnung von Hanemann und Huotari zeigt, dass der deutliche Anstieg der chinesischen Direktinvestitionen in der EU im Jahr 2011 begann. „Das jährliche Investitionsvolumen chinesischer Unternehmen in den Mitgliedstaaten der EU lag noch Mitte der 2000er Jahre nahe null. Seitdem ist es rasant gestiegen und erreichte 2014 14 Milliarden Euro. Im Zeitraum von 2000 bis 2014 verzeichnen wir mehr als 1.000 chinesische Neugründungen („Greenfield Investment“), Fusionen und Übernahmen („Mergers and Acquisitions“, „M&A“) im Wert von mehr als 46 Milliarden Euro.“ (Hanemann und Huotari, 2015: 7) Für das Jahr 2015 werden die 5 großen Übernahmefälle namentlich dargestellt, die zusammen mehr als die Hälfte des gesamten chinesischen Investitionsvolumens in der EU in dem Jahr ausmachten.

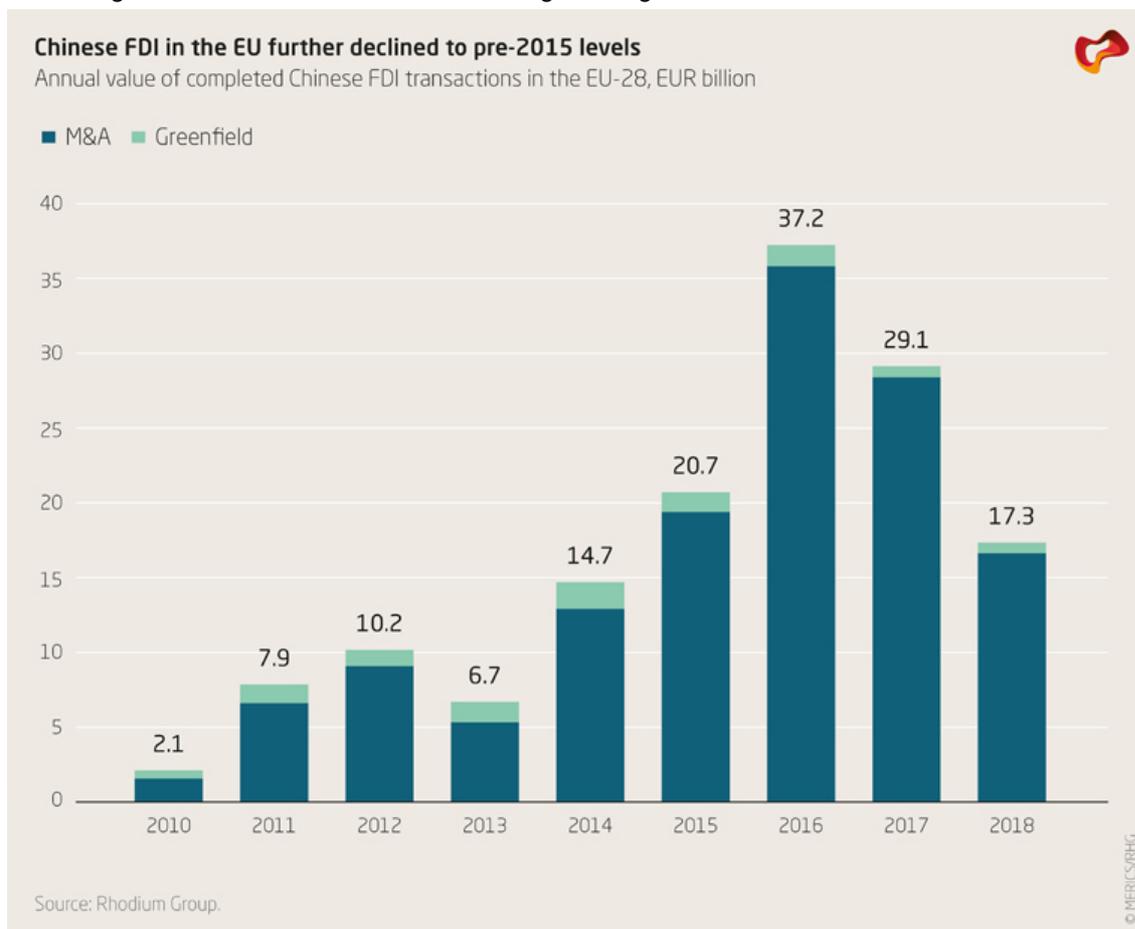
Abbildung 7: Chinesische Direktinvestitionen in der EU 2000–2015



Quelle: Darstellung aus (Hanemann und Huotari, 2016: 4)

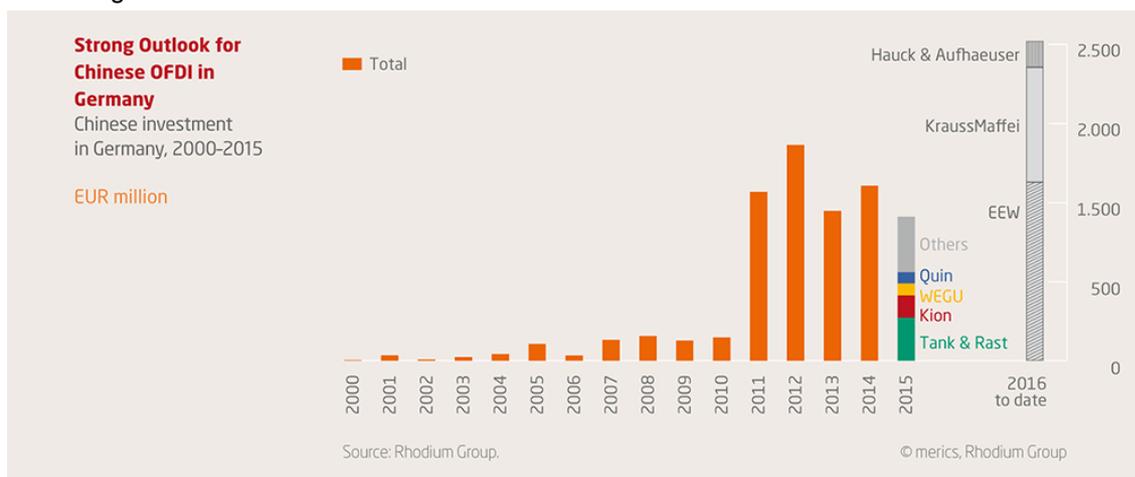
Die **Fehler! Ungültiger Eigenverweis auf Textmarke.** zeigt deutlich, dass die chinesischen Direktinvestitionen in der EU überwiegend aus M&A-Projekten bestehen. Neugründungen machen nur einen kleinen Teil des gesamten Investitionsvolumens aus. Es ist auch der Zuwachs an Unternehmensbeteiligungen, der die Höhe der chinesischen Direktinvestitionen zwischen 2010 und 2018 in der EU nach oben getrieben hat. Im selben Zeitraum sind die Investitionsvolumen durch chinesische Neugründungen mehr oder minder konstant geblieben. 2016 war das Jahr mit dem stärksten Zuwachs der chinesischen Direktinvestitionen in der EU. Das entspricht dem sprunghaften Anstieg der gesamten chinesischen M&A im Ausland in diesem Jahr.

Abbildung 8: Die chinesischen M&A und Neugründungen in der EU 2010–2018



Quelle: Darstellung aus (Hanemann et al., 2019: 10)

Abbildung 9: Chinesische Direktinvestitionen in Deutschland 2000-2016



Quelle: Darstellung aus (Hanemann und Huotari, 2016: 9)

2011 stiegen die chinesischen Kapitalströme nach Deutschland spürbar an, von 186 Mio. Euro im Jahr 2010 auf 1,4 Mrd. im Jahr 2011. Zwischen 2012 und 2015 blieben sie relativ stabil um 1,5 Milliarden Euro pro Jahr (Hanemann und Huotari, 2016: 8).

Im Jahr 2016 wurde ein neuer Höhepunkt verzeichnet. Es war ein Rekordjahr in mehrfacher Hinsicht:

- 2016 gab es die bis dahin größten chinesischen Kapitalströme nach Deutschland. Das Jahresinvestitionsvolumen war auf 11 Mrd. Euro gestiegen. Das ist mehr als in den sechs Jahren zuvor zusammen.
- 2016 investierten chinesische Unternehmen zum ersten Mal in den bilateralen Wirtschaftsbeziehungen mehr in Deutschland als die deutschen Unternehmen in China.
- 2016 war Deutschland das größte Empfängerland chinesischen Kapitals unter allen 28 EU-Ländern.

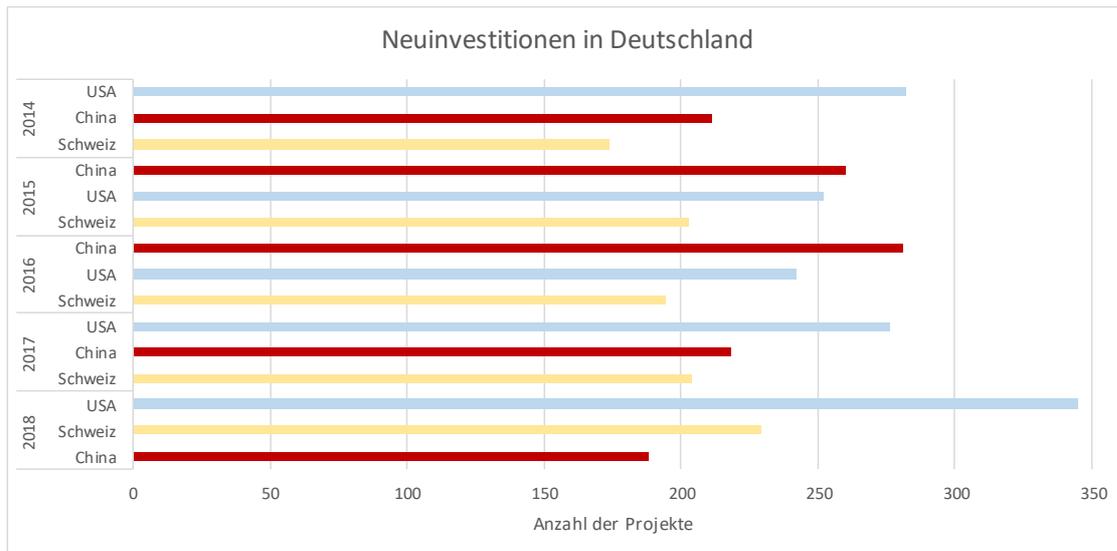
Abbildung 10: Bilaterale Direktinvestitionsströme zwischen China und Deutschland 2000-2016



Quelle: Darstellung aus (Hanemann und Huotari, 2017: 9)

Die Daten der Wirtschaftsförderungsstellen der Bundesländer über die ausländischen Greenfield-Investitionen ergänzen die Studien der Rhodium Group und MERICS. Im Ländervergleich belegt China seit 2014 einen der vordersten Plätze im Ranking der meisten Neuinvestitionen in Deutschland. Nach der Statistik der Wirtschaftsförderungsagentur German Trade and Invest tätigten chinesische Unternehmen in den Jahren 2014, 2015, 2016, 2017 und 2018 jeweils 190, 260, 281, 218 und 288 Greenfield-Projekte in der Bundesrepublik (Bozoyan, 2016, 2017, 2019).

Abbildung 11: Chinesische Neugründungen in Deutschland 2014-2018



Quelle: Germany Trade & Invest; eigene Darstellung

Die Mehrheit der Neuinvestitionen wurde von chinesischen Unternehmen getätigt, die ihre ersten Niederlassungen in Deutschland gründeten. Im Vergleich zu Neuinvestitionen gibt es eine geringere Anzahl an Unternehmensbeteiligungen, Fusionen und Übernahmen. In der Regel sind letztere aber mit einem wesentlich höheren Transaktionsvolumen verbunden. „Die Investitionsvolumina liegen bei M&A, die auf bereits vorhandene Vermögenswerte abzielen, jedoch oftmals höher als bei Ansiedlungsprojekten, die etwas Neues schaffen und zunächst möglicherweise klein aufgesetzt werden.“ (Jungbluth, 2016: 27) „Die meisten der nach Deutschland fließenden chinesischen Direktinvestitionen erfolgen in Form von Unternehmenskäufen (82 Prozent).“ (Hanemann und Huotari, 2015: 21)

Wenn man die nach Deutschland geflossenen chinesischen Investitionen nach Branchen aufschlüsselt, belegen Maschinenbau, Automobilbau und Informations- und Kommunikationstechnologie die ersten drei Plätze (Hanemann und Huotari, 2015: 23). In den Augen der chinesischen Investoren sind der deutsche Maschinenbau und Automobilsektor Favoriten im doppelten Sinn: Zum einen zogen diese beiden Branchen innerhalb Deutschlands mit Abstand das meiste chinesische Kapital an. Zum anderen flossen im europäischen Vergleich die meisten chinesischen Investitionen im Maschinenbau und Automobilsektor nach Deutschland.

3.3 Anhaltspunkte für die empirische Datenerhebung

Nun haben wir die quantitative Entwicklung der gesamten chinesischen Auslandsinvestitionen, der Investitionen in der EU und in Deutschland betrachtet. Obwohl die chinesischen ADI schon ab 2000 zunahmen, zeichnete sich ein viel

größerer Anstieg erst ab 2009/2010 ab. Der Zeitpunkt dieser Veränderung des Investitionswachstums dürfte mit den Veränderungen in den Schwerpunktregionen der Investitionen zusammenhängen. Die Schwerpunkte der Zielregionen der chinesischen ADI haben sich bisher zweimal verschoben. Zunächst investierten chinesische Unternehmen fast ausschließlich in Länder in Asien, Afrika und Lateinamerika, mit einem eindeutigen Fokus auf Rohstoffgewinnung und Infrastrukturprojekte (Brautigam, 2009). Mitte der 2000er Jahre begannen sie, sich auch für den Rohstoffsektor in einigen Industrieländern wie Australien und Kanada zu interessieren (Zhu und McKenna, 2012; Chin, 2018). Ab 2010 weiteten sich die Investitionstätigkeiten schließlich auf den industriellen Sektor und die Dienstleistungsbranche in den USA und Europa (Shambaugh, 2013). Diese drei Investitionswellen können in den Statistiken nachvollzogen werden. Zu Beginn der ersten Welle lag Chinas globaler Rang noch bei Platz 26. Mit der zweiten Welle stieg er auf Platz 12, mit der dritten Welle auf Platz 2 (s. Abbildung 4).

Was die chinesischen Investitionen in Deutschland betrifft, zeigt der quantitative Forschungsstand klar, dass die Zunahme des chinesischen Kapitalflusses kein isoliertes Phänomen war. Nach 2009/2010 war in der gesamten EU eine ähnliche Entwicklung wie in Deutschland zu beobachten. Das ist insofern nicht überraschend, da die EU auch eine gemeinsame und einheitliche Gesetzgebung für die ausländischen Investitionen hat. Die chinesischen Investitionen in Deutschland betreffen überwiegend Übernahmen von Industrieunternehmen. Im Jahr 2016 gab es einen steilen Anstieg chinesischer M&A-Aktivitäten in Deutschland, in der EU und auch weltweit. Dieser Spitzenwert und sein Zeitpunkt bedürfen einer näheren Untersuchung.

Die im ersten Abschnitt dieses Kapitels analysierten Vor- und Nachteile der verschiedenen Datenquellen beschränken sich nicht auf die chinesischen Auslandsinvestitionen. Vielmehr belegen sie die generellen methodischen Schwierigkeiten, die durch die heutzutage übliche verschachtelte Konstruktion bei grenzüberschreitenden Auslandsinvestitionen verursacht werden. Diskrepanzen zwischen den verschiedenen FDI-Statistiken stellen eine allgemeine Herausforderung für die wissenschaftliche Auswertung dar (World Bank, 2011: 320).

Aus dem Vergleich der häufig verwendeten Datensätze lassen sich nun Anhaltspunkte für eine solide Datenlage ableiten. Die chinesische Amtsstatistik enthält belastbarere und aussagekräftigere Daten über die investierenden chinesischen Unternehmen, während die internationalen Studien präzisere Daten über die getätigten Investitionen in einer bestimmten Zielregion bzw. in einem bestimmten Zielland liefern. Es ist daher anzustreben, die Informationsstärke beider Seiten zu kombinieren. Das bedeutet, nicht nur eine, sondern mehrere Datenquellen heranzuziehen.

Anhand der aggregierten Daten allein ist es schwierig, differenzierte Forschungsfragen zu entwickeln. Dafür sind aufschlüsselbare Daten nötig. Übernahmefälle, d.h. Daten auf der Transaktionsebene mit relevanten Parametern sind die Voraussetzungen für eine detaillierte Analyse. Ein repräsentativer Datenbestand soll keinen Mindesttransaktionswert festlegen. Um die Datengenauigkeit zu sichern, sollen Datensätze möglichst quergeprüft bzw. manuell nachgeprüft werden.

Ein auf der Transaktionsebene erfasster, repräsentativer Datenbestand, der die Vorzüge der chinesischen und internationalen Statistiken kombiniert, sollte als die Grundlage meiner Untersuchung dienen. Es ist absehbar, dass die Datenerhebung und -bereinigung mit großem Aufwand verbunden sein wird. Das ist ein wesentlicher Grund dafür, die empirische Erhebung zuerst auf ein Zielland, in diesem Fall auf Deutschland, zu konzentrieren. Zum Schluss der Auswertung werde ich darauf eingehen, inwieweit sich die Auswertungsergebnisse auf andere europäische Länder übertragen lassen.

Genauere Überlegungen darüber, welche Parameter jeweils auf der investierenden Seite, d. h. der chinesischen Unternehmen und auf der investierten Seite, d. h. der deutschen Unternehmen erhoben werden sollen, werde ich in Kapitel 5 erörtern, nachdem der Forschungsstand der kausalen Studien vorgestellt und bewertet worden ist.

4 Forschungsstand

Mit dem Anstieg der chinesischen Auslandsinvestitionen nimmt auch die Anzahl der Studien zu diesem Thema zu. Es ist schwer, sie vollständig zusammenzufassen. Mich interessiert vor allem die Arbeiten, die sich mit der dritten Investitionswelle mit regionalen Schwerpunkten in Europa und Nordamerika beschäftigen. Die Untersuchungen in diesem Zeitraum sind sehr vielfältig und lassen sich grob in vier Kategorien einteilen: betriebswirtschaftliche Einzelfallstudien, politikwissenschaftliche Policy Analysis, ökonometrische Analysen transaktionsbezogener Stichproben und erweiterte Studien.

4.1 Überblick

Die erste Kategorie umfasst Fallstudien zu spezifischen Übernahmeprojekten. Sie sind am häufigsten in der Literatur zu finden (Schüler-Zhou und Schüller, 2013; Burgoon und Raess, 2014; He und Khan, 2017; Chen; Werle et al., 2018; de Oliveira und Rottig, 2018). Die Fallstudien wurden auf der betrieblichen Ebene mit qualitativer empirischer Methode durchgeführt. Mit Akteuren aus den betroffenen Unternehmen haben die Studienautoren offene oder semi-strukturierte Interviews geführt. Die Themen konzentrieren sich auf das Management der Unternehmen: zum Beispiel die Motive chinesischer Käuferunternehmen für die Übernahme westlicher Unternehmen, der Integrationsprozess in dem Konzern nach der Übernahme und die Veränderungen, die die Übernahme für die Entwicklung beider Unternehmen mit sich bringt.

Die Fallstudien vermitteln ein detailreiches Bild über den einzelnen Übernahmefall. Allerdings betreffen die untersuchten Übernahmen nur einen sehr kleinen Teil der chinesischen Auslandsinvestitionen. Selbst innerhalb dieses kleinen Teils gibt es wiederholte Interviews, wobei einige bekannte Investitionsfälle mehrfach von verschiedenen Forschungsteams studiert wurden (Balcet; Wang et al., 2017; Yakob; Nakamura et al., 2018). Selbst wenn wir annehmen, dass die Ergebnisse dieser Fallstudien in einem gewissen Rahmen repräsentativ sind, zum Beispiel für die Übernahmemotive chinesischer Unternehmen in einer bestimmten Branche oder für die Integrationsstrategien eines bestimmten Typs chinesischer Unternehmen, so bleibt es fragwürdig, ob die Untersuchungsergebnisse nicht zu sehr von den befragten Personen aus den Unternehmen abhängig sind. Interviewpartner aus den Unternehmen, insbesondere das Management, neigen dazu, wohlklingende Antworten zu geben (Fuchs und Schalljo, 2016). Die folgenden fünf Übernahmemotiven wurden von chinesischen Investoren in den Fallstudien genannt:

- Unternehmenswachstum,
- Technologie- und Know-how-Erwerb,
- Markenbildung,

- Risikodiversifizierung
- Umgehung von Handelsbarrieren (Bian und Emons, 2017: 164f.).

Klingen diese nicht alle sehr nach den Standardantworten aus Lehrbüchern? Dies könnte auch mit dem akademischen Hintergrund der Forschungsteams zusammenhängen. Interviewleitfäden oder Fragen, die stark von dem Wissenschaftszweig International Business geprägt sind, können die Befragten dazu verleiten, in eine ähnliche Richtung zu antworten.

Die zweite Kategorie ist die Politikanalyse. Diese untersucht, welche industriepolitischen oder geopolitischen Maßnahmen die chinesische Regierung ergriffen hat, um die Auslandsinvestitionen chinesischer Unternehmen zu fördern (Brown, 2012; Liedtke, 2017; Pareja-Alcaraz, 2017; Utesch-Xiong, 2022). Die Politikanalyse konzentriert sich auf das politische Umfeld, in dem chinesische Unternehmen agieren, und ergänzt damit die auf Unternehmensebene begrenzten Fallstudien sehr gut. Diese Analysen basieren auf der Annahme, dass die Auslandsinvestitionen chinesischer Unternehmen Teil der nationalen Strategie Chinas sind. Auch wenn diese Annahme plausibel ist, kam sie durch eine etische Herangehensweise zustande. Die untersuchenden Wissenschaftler formulierten eine Fragestellung über das zu untersuchende Phänomen, die von außerhalb des Phänomens stammt. Ein Dialog mit den binnenstehenden Akteuren und der Prozess der Rückkopplung mit der Innenperspektive, so wie es in dem Spiegel der Kultur (s. Abbildung 1) veranschaulicht wird, findet nicht statt. Dadurch kann die Annahme voreilig sein.

Außerdem gibt es in diesen Politikanalysen einen latenten logischen Schwachpunkt in der Argumentationskette: Was sie nachgewiesen haben, ist, dass die chinesische Regierung in einem bestimmten Zeitraum bestimmte Politiken erlassen hat und dass diese Politiken ihrem Wortlaut nach beabsichtigen, chinesische Auslandsinvestitionen zu verstärken. Ob jedoch tatsächlich ein kausaler Zusammenhang zwischen diesen politischen Maßnahmen und den Entscheidungen der Unternehmen besteht, wird durch die Politikanalysen nicht bewiesen, sondern nur impliziert. Denn die Autoren haben das von ihnen untersuchte politische Umfeld nicht aus den Daten, die sie verwenden, hergeleitet. Die Daten, die zur Unterstützung ihrer Argumente verwendet werden, sind aggregierte Daten über die Investitionsvolumen, wie im letzten Kapitel vorgestellt. Da die Fragestellung nicht aus den Daten abgeleitet, sondern ex ante vorgenommen ist, können die Politikanalysen streng genommen nur zeigen, dass bestimmte Politiken und die Veränderungen der Investitionsvolumen in einem gleichen Zeitraum auftreten, mit anderen Worten eine zeitliche Korrelation. Vielleicht gibt es eine Kausalität zwischen ihnen, vielleicht auch nicht.

Die dritte Kategorie der Forschung sind ökonometrische Analysen transaktionsbezogener Stichproben. Diese Analysen haben eine große Anzahl chinesischer M&A-Fälle in kommerziellen Datenbanken wie Zephyr oder Thomson erhoben. Ein Datensatz zu einer Übernahme oder Beteiligung enthält dort standardmäßig neben den Angaben zu Käufer und Verkäufer auch das Datum, den Beteiligungsgrad, das Transaktionsvolumen und das Zahlungsmittel. Weitere Daten wie z.B. der Aktienkurs, die Anteilseigner und Finanzkennzahlen lassen sich problemlos verknüpfen. Diese Parameter werden von den Studienautoren als zu erklärende Variablen betrachtet: Kaufpreis, den die chinesischen Käuferunternehmen für die ausländischen Zielunternehmen gezahlt haben (Guo; Clougherty et al., 2016; Tseng und Kuo, 2018), Zahlungsmittel der Beteiligungen, die die chinesischen Investoren gewählt haben (Gu und Reed, 2016; Sun; Vinig et al., 2017) und Entwicklungen der Aktienwerte der übernehmenden chinesischen Unternehmen nach den Beteiligungen (Tao; Liu et al., 2017; Xiang und Qu, 2018; Zhou und Lan, 2018). Diese zu erklärenden Variablen werden gegen die erklärende Variable statistisch getestet. Als die zu erklärende Variable haben diese Studien das Eigentumsverhältnis der chinesischen Investoren (staatlich oder privat) ausgewählt. Im Grunde genommen geht es um eine Mustererkennung, ob eine statistisch relevante Korrelation zwischen dem Eigentumsverhältnis der investierenden chinesischen Unternehmen und einer der oben genannten zu erklärenden Variablen festzustellen ist.

Gu und Reed (Gu und Reed, 2016) stellten die Hypothese auf, dass chinesische staatliche Unternehmen aufgrund ihrer günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten im Vergleich mit Privatunternehmen Unternehmensbeteiligungen häufiger bar finanzieren. Die Untersuchung, die auf 7047 M&A-Fälle im chinesischen Inland und 234 M&A-Fälle außerhalb Chinas zwischen 1997 und 2014 basiert, kommt zum folgenden Ergebnis: Im Vergleich mit den inländischen M&A-Transaktionen in Nicht-Finanzsektoren werden M&A im Ausland häufiger mit dem Barzahlungsmittel finanziert. Bei inländischen M&A kommen auch andere Zahlungsmittel wie eigene Unternehmensanteile und Fremdfinanzierung häufiger zum Einsatz. In dieser Hinsicht unterscheiden sich staatliche und private chinesische Unternehmen nicht. Die Hypothese wird also nicht bestätigt.

Eine weitere Studie mit ähnlicher Fragestellung bestätigt die obige Aussage, dass die ausländischen M&A-Transaktionen gern von chinesischen Käuferunternehmen bar finanziert werden. 99 Prozent der 224 untersuchten ausländischen M&A-Transaktionen, die von chinesischen börsennotierten Käuferunternehmen zwischen 2000 und 2013 getätigt wurden, wurden mit Barzahlungsmitteln realisiert. Anhand dieser Stichprobe mit ausschließlich auf der Shanghai Securities Exchange (SSE) oder der Shenzhen Stock Exchange (SZSE) gelisteten Unternehmen lässt sich feststellen, dass die staatlich börsennotierten Unternehmen häufiger interne Liquidität zur

Finanzierung der ausländischen M&A-Projekte nutzen als die privaten börsennotierten Unternehmen (Sun et al., 2017). Als Erklärung, warum staatliche börsennotierte Unternehmen in China größere Liquidität besitzen, führen die Autoren die lockeren Bedingungen der Unternehmensfinanzierung für staatliche Unternehmen auf der einen Seite und die schwächere Verpflichtung bei der Dividendenausschüttung an ihre Anteilseigner auf der anderen Seite an.

Die vierte Kategorie umfasst ein sehr breites Themenspektrum. Ich fasse sie als erweiterte Studien zusammen, weil sie sich nicht mehr auf die Übernahmen chinesischer Unternehmen im Ausland selbst konzentriert, sondern auf die verschiedenen Diskussionen und Reaktionen, die dieses Phänomen in den Investitionsempfängerländern hervorruft. Diese Studien untersuchen die wirtschaftlichen und geopolitischen Auswirkungen auf Europa (Fallon, 2014; Ma und Overbeek, 2015), Wahrnehmungen über die chinesischen Investoren in der Öffentlichkeit, Politik und Business-Gemeinde (Zhu und McKenna, 2012; Zhang, 2014; Alkire und Meschi, 2018) oder die politischen Reaktionen auf die Zunahme chinesischer Investitionen in den Empfängerländern (Meunier, 2014; Nicolas, 2014; Chin, 2018). Aus der Vielzahl dieser Studien lässt sich das Ausmaß der M&A-Aktivitäten chinesischer Unternehmen erahnen.

4.2 Implikation für die vorliegende Arbeit

Was leite ich aus der obigen Literaturevaluation hinsichtlich der Fragestellung und des Forschungsdesigns für meine Untersuchungsvorgehensweise aus?

Für die Dissertation habe ich die Methode der Fallstudie ausgeschlossen. Die Ergebnisse der Fallstudien basiert weitgehend auf eigenen Darstellungen der Unternehmensakteure. Wenn man über das derzeitigen Erkenntnisniveau hinausgehen möchte, sind Interviews allein nicht ausreichend. Im zweiten Kapitel habe ich argumentiert, dass der untersuchende Wissenschaftler sowohl die Selbstinterpretation der untersuchten Akteure zutage fördern als auch über diese Selbstinterpretation hinausgehen soll. Wenn wir die Wiedergabe der Eigendarstellung der Unternehmensakteure in den Fallstudien überwinden wollen, könnten die untersuchenden Personen idealerweise als partizipatorische Beobachter an unternehmensinternen Prozessen (sowohl in der Muttergesellschaft als auch in der Tochtergesellschaft) teilnehmen. Die vorliegende Arbeit erfüllt diese Voraussetzung nicht.

Die Politikanalysen sind für meine Arbeit von Bedeutung. Das Phänomen der chinesischen Auslandsinvestitionen sollte im Kontext der chinesischen Politik untersucht werden. Wichtig ist jedoch, zu überlegen, wie auf empirischer Ebene ein

kausaler Zusammenhang zwischen politischen Maßnahmen und Investitionsdaten hergestellt werden kann.

Zum Schluss des letzten Kapitels habe ich bereits die Notwendigkeit eines auf der Transaktionsebene erfassten, repräsentativen Datenbestandes festgestellt. Solche Daten stellen die Grundlage für die ökonometrischen Analysen in der Literatur. Allerdings werden die derzeitigen Datenauswertungen von sehr einseitigen Fragestellungen angeleitet, mit dem Untersuchungsmuster: Unterscheiden sich die staatlichen und privaten chinesischen Investoren in dem Zahlungsmittel, in der Kaufprämie, in der Aktienperformanz usw.? Solche Fragenstellungen sind nicht besonders kreativ. Vermutlich hat das Vorhandensein der Daten in den kommerziellen Unternehmensdatenbanken den Findungsprozess der Forschungsfragen vereinfacht.

Allerdings ist die Unterscheidung zwischen staatlichen und privaten Unternehmen eine nützliche Ergänzung zur Politikanalyse. Beide Forschungsstränge achten auf den Einfluss des chinesischen Staates. Die Politikanalysen verstehen das Element Staat als von der Regierung formulierte Politiken, während die ökonometrischen Studien dieses Element in die Eigentümerstruktur der Unternehmen übersetzen.

Untersuchungen über die Rollen staatlicher und privater Unternehmen in der chinesischen Wirtschaftsstruktur bieten zahlreiche Erkenntnisse. Es ist definitiv sinnvoll zu berücksichtigen, wie die vorhandenen Forschungsergebnisse in das Thema der chinesischen Auslandsinvestitionen integriert werden können.

Die erweiterten Studien sind sehr bereichernd, aber da sich der Untersuchungsfokus vom Thema der Übernahmen selbst auf die politischen und gesellschaftlichen Aspekte der Empfängerländer der Investitionen verlagert hat, sind sie für die vorliegende Arbeit zweitrangig.

Abgesehen von den bereits erwähnten Verbesserungsmöglichkeiten denke ich, dass das größte Problem der bisherigen Forschung zu chinesischen Auslandsinvestitionen der Mangel an Interdisziplinarität ist. Der Großteil der im vorherigen Abschnitt zitierten Literatur hat keinen Bezug zur sinologischen Forschung genommen. Die Studienautoren untersuchen chinesische Unternehmen, die im Ausland investieren, chinesische Manager, die in diesen Unternehmen arbeiten, chinesische Unternehmer, die die Übernahmeentscheidungen treffen, und die chinesische Regierung, die die Politiken formulieren. Aber sie berücksichtigen kaum sinologischen Studien, die bereits umfangreiche Forschungsergebnisse zu chinesischen Menschen, Unternehmen und dem Staat vorlegen. Dies erklärt, warum so viele Einzelfallstudien separat voneinander durchgeführt wurden, warum trotz guter Datenlage über die Übernahmen keine kreativeren Fragen gestellt wurden und warum die aus den OFDI-Theorien abgeleiteten Hypothesen bei chinesischen Auslandsinvestitionen nicht zutreffen. „It is the distinct contexts of the way people are organised, within societies and within firms

and the structures that straddle each, that account for why special theoretical explanations are necessary for Chinese OFDI.” (Buckley; Clegg et al., 2018: 19)

Tatsächlich existieren die erwünschten „special theoretical explanations“ bereits, zwar in der sinologischen Forschung und den China Studies. Was man tun muss, ist nicht unbedingt, die OFDI-Theorien zu modifizieren, sondern die Erkenntnisse der Sinologie zu integrieren. Wie die bisher kaum sinologisch informierte Forschung zu chinesischen Auslandsinvestitionen von letzteren profitieren kann, wird das Hauptthema des nächsten Abschnitts sein.

4.3 Prägende Merkmale der chinesischen Wirtschaft

Die sinologische Chinaforschung über Chinas Gegenwart und Vergangenheit hat in den letzten Jahrzehnten ein breites Spektrum von Erkenntnissen über das chinesische Wirtschaftssystem, den Wirtschaftsstil und das Wirtschaftsleben zusammengetragen. An dieser Stelle geht es nicht darum, das System als Ganzes zu charakterisieren, ob es als Confucian capitalism (Redding und Witt, 2007), state capitalism (Pollard, 2011; Naughton und Tsai, 2015), crony capitalism (Pei, 2016), oder ritual economy (Herrmann-Pillath, 2017) bezeichnet wird. In diesem Abschnitt konzentriere ich mich auf Beobachtungen und Erkenntnisse über verschiedene Teilaspekte der chinesischen Wirtschaft, worüber es mehr oder minder Konsens gibt. Manche dieser Aspekte werden als einzigartig für China angesehen, manche nicht unbedingt. Aber sie gelten alle als prägend und (mit)definierend für die chinesische Wirtschaft. Ohne sie im Blick zu haben, lassen sich einzelne wirtschaftliche Phänomene in China nur schwer in einen Kontext einordnen.

In der offiziellen Beschreibung der Kommunistischen Partei Chinas (KPCh) befindet sich China immer noch in der Phase der „Reform und Öffnung“ (National Development and Reform Commission of the People's Republic of China, 2023), aber unter China-Wissenschaftlern gibt es durchaus eine andere Meinung. Laut Wu Guoguang⁷ dauerte die Reform- und Öffnungsphase etwa zwanzig Jahre an. Sie begann Ende der 1970er Jahre, markiert durch die Einführung des sog. Verantwortungssystems landwirtschaftlicher Produktion in den ländlichen Gebieten. Er datiert das Ende der Reform- und Öffnungsphase auf die frühen 2000er Jahre, wobei das markante Ereignis der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation war. In diesen etwa 20 Jahren erlebte

⁷ Bevor Wu Guoguang 1989 China für ein Studium in den USA verließ, war er ein Teilnehmer der politischen Reformen. Er war ein der Leitartikler für die Parteizeitung People's Daily, Mitglied eines Beratungsteams für den damaligen Premierminister und Generalsekretär Zhao Ziyang und ein der Autoren des Abschnitts über politische Reformen im Bericht des 13. Nationalkongresses der KPCh.

China in den vier Dimensionen Marktöffnung, Privatisierung, Dezentralisierung und Internationalisierung deutliche institutionelle Veränderungen, die dem Begriff „Reform“ gerecht werden (Wu, 2009a: 55ff.).

Carsten Herrmann-Pillath teilt eine ähnliche Ansicht. China hat schon längst ein institutionelles Gleichgewicht erreicht, revolutionäre Veränderungen der wirtschaftlichen Ordnung sind nicht mehr zu erwarten (Herrmann-Pillath, 2015: 7). Das Wort „Gradualismus“, das regelmäßig verwendet wird, um Chinas Reformprozess zu beschreiben (Dobson und Kashyap, 2006), zeigt gerade, dass die Ära der Reformen vorbei ist. Um ein Land zu regieren, ist es immer erforderlich, neue Maßnahmen und Politiken einzuführen. Dies kann jedoch nur als routinemäßige Politikanpassungen betrachtet werden (Wu, 2009a: 59).

Wenn die grundlegende Struktur der chinesischen Wirtschaft bereits festgelegt ist, wie gestaltet sie sich dann? Der Hauptzweck dieses Abschnittes ist, einen zusammenfassenden Überblick über diese fundamentalen Merkmale zu geben. Dazu gehören die Erkenntnisse über das Grundmuster der Industrialisierung, die Dualität des lokalen und zentralen Staates, die Dynamik der wirtschaftspolitischen Planung, die Unternehmensformen und die Organisation der KPCh.

Meine Zusammenfassung gibt Erkenntnisse wieder, die aus den verschiedenen Forschungssträngen in der Chinawissenschaft stammen und zum Teil mit Begrifflichkeiten arbeiten, die außerhalb des Forschungsstranges kaum bekannt sind. Die Intention dabei ist weniger, möglichst in die Tiefe und auf Details einzugehen, als vielmehr möglichst viele relevante Teilaspekte abzudecken sowie die Zusammenhänge zwischen ihnen aufzuzeigen. Denn ich nehme an, dass all diese Teilaspekte, die die Wirtschaftspraxen und Wirtschaftsaktivitäten in China maßgebend prägen, auch eine wichtige Rolle in den Auslandsunternehmensbeteiligungen chinesischer Unternehmen spielen. Im nächsten Abschnitt werde ich auf der Grundlage dieser Erkenntnisse die konkrete Aufgabe für die empirische Datenerhebung formulieren.

4.3.1 Forcierte Industrialisierung

Ein roter Faden, der Chinas Entwicklung seit der späten Kaiserzeit durchzieht, ist die anhaltende Bemühung der politischen Elite, Modernisierung des Landes durch Industrialisierung voranzutreiben. Diverse politische Kräfte, die im 20. Jahrhundert abwechselnd an der Macht Chinas waren, teilten im Großen und Ganzen den Konsens der industriellen Modernisierung. Die Führung der Chinesischen Kommunistischen Partei im Grunde genommen ebenfalls (Spence, 2013; Mühlhahn, 2019). Ihr Verständnis der industriellen Modernisierung und der eingeschlagene Weg nach 1949 sind durch zwei Merkmale gekennzeichnet: die staatliche Kontrolle der Wirtschaftsaktivitäten und die Beschleunigung der Industrialisierung. Untrennbar sind

diese zwei Aspekte miteinander verbunden. Die staatliche Kontrolle ist vorteilhaft, um den Industrialisierungsprozess zu beschleunigen. Die erzielten Fortschritte der Industrialisierung legitimieren wiederum die staatliche Kontrolle. Die Lenkung und Intervention des Staates sollen erreichen, Institutionen und Mechanismen, die auf eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung hinwirken, durch solche zu ersetzen, die die Ressourcen schneller in den Akkumulationsprozess transferieren. Diese Art „forcierte Industrialisierung“ (Herrmann-Pillath, 2015: 374) stellt ein Grundmuster der chinesischen Wirtschaftspolitik während der Regimezeit der KPCh bis in die Gegenwart dar und ist gekennzeichnet durch „jede Art von politischen Interventionen mit dem Ziel, ökonomische Prozesse so zu verändern, dass im Ergebnis die Geschwindigkeit der Industrialisierung erhöht wird“ (Herrmann-Pillath, 2015: 374).

In den ersten drei Jahrzehnten der VR China gab es zwar ein anderes Wachstumsmodell, das Prinzip der forcierten Industrialisierung wird aber in der Reform- und Öffnungsphase fortgesetzt. Zwar wurden in vielen volkswirtschaftlichen Teilbereichen die planwirtschaftlichen Institutionen nach und nach durch marktwirtschaftliche Mechanismen ersetzt. Dennoch bleiben die Faktormärkte für Land, Arbeit und Kapital bis heute weitgehend unter staatlicher Steuerung, auch wenn die Intensivität der Steuerung von Zeit zu Zeit variierte. Dort können keine Marktpreise gebildet werden (Dikötter, 2022).

Aus den Untersuchungen über Landnutzung (Ho, 2005; Hsing, 2010), Arbeitsbeziehungen (Lee, 2007; Scherrer, 2011) und Finanzsystem (Fan und Morck, 2012; Walter und Howie, 2012) zeichnet sich ein gesamtes Bild ab, wie die KPCh und die chinesische Regierung um die Kontrollmacht über die Ressourcenallokation gerungen haben – ob durch die Vergabe der Landnutzungsrechte und Entwicklung der Immobilienmärkte, durch die Regulierung der Migrantenarbeiter und der Arbeitnehmerinteressenvertretung oder durch die Lenkung des Bankensystems und der Kapitalmärkte. Am Ende hat die Preisverzerrung auf den Faktormärkten eine überhöhte gesamtwirtschaftliche Investition bewirkt und über mehrere Jahrzehnte stabilisiert. Das investitionsgetriebene Wirtschaftswachstum Chinas kann in diesem Sinne als das Ergebnis der Zwangsindustrialisierung unter der parteistaatlichen Führung betrachtet werden (Herrmann-Pillath, 2015: 378f.).

4.3.2 Die Dualität von lokalem und zentralem Staat

Die Bezeichnung des Staatskapitalismus (Naughton und Tsai, 2015), die regelmäßig für Chinas Wirtschaft verwendet wird, hebt die Dominanz des Staates in den Wirtschaftsaktivitäten hervor. Um diese Dominanz und vor allem auch die Widersprüche darin zu verstehen, ist es analytisch weiter notwendig, zwischen dem zentralen Staat und dem lokalen Staat zu unterscheiden.

Lokaler Staat ist ein spezifisches Konzept, das innerhalb der Chinaforschung entwickelt wurde, um „certain aspects in the description of China which apparently do not lend themselves easily to direct equivalences with ‘Western’ institutions and practices“ (Herrmann-Pillath, 2017: 11) darzustellen. Das Konzept wurde ursprünglich für ein besseres historisches Verständnis über China entwickelt. In dem historischen Kontext erfasst das Konstrukt des lokalen Staates die Sphäre auf der Ebene der Kreisverwaltung, in der die lokale Verwaltung und die Gesellschaft im späten kaiserlichen China zur Zeit der Ming- und Qing-Dynastien bis zu einem gewissen Grad Freiheit und Autonomie genossen.

Innerhalb des lokalen Staates wurde die Sozialstruktur der ländlichen Gesellschaft um die mächtigen Lineages organisiert (Cohen, 1990). Der lokale Staat verfügte über ausgebaute regionale Marktsysteme (Skinner, 1964, 1965b, 1965a). Zwischen der Verwaltung des lokalen Staates und dem kaiserlichen Zentralstaat bestanden dichte und formale administrative Beziehungen (Watt, 1972). Die kaiserliche Herrschaft war allerdings nicht bestrebt, bürokratisch bis zur untersten lokalen Ebene durchzugreifen (Levenson, 1968).

Im Kontext der gegenwartsbezogenen Chinaforschung lenkt das Konzept den Augenmerk auf ein charakterliches Phänomen in der chinesischen politischen Realität, nämlich die „complex interactive relationships between China’s central government and its subnational levels of administration“ (Chung, 2009: 190). Trotz eines konstitutionellen zentralistischen Staatsaufbaus spielen die Regierungen auf der Provinzebene⁸ in vielen politischen Teilbereichen eine selbstständige Rolle, verfügen teilweise über große Verhandlungsmacht gegenüber der Zentralregierung. Der lokale Staat nutzt seine Gestaltungsspielräume ohne die konstitutionellen Regelungen so aus, um regionale Sonderinteressen durchzusetzen, die nicht immer den zentralstaatlichen Zielsetzungen und Vorgaben entsprechen. Die chinesische Verfassung sieht keine föderalistische Struktur vor. Formell sollen nur die fünf Autonomen Regionen über gewisse Verwaltungsautonomie verfügen.

Die Spannung zwischen den Gebietskörperschaften wird manchmal auch als Regionalismus (Goodman und Segal, 1994; Smyth, 1997) bezeichnet, wobei ein Akzent auf die potenziell systemdestabilisierende Kraft durch die Konflikte zwischen lokalem und zentralem Staat gelegt wird. Ähnliche Formulierungen sind informeller Föderalismus (Heilmann, 2016: 75f.) bzw. Quasi-Föderalismus (Qian und Weingast, 1996; Xu, 2011). Die Anlehnung an den Begriff Föderalismus impliziert die Institutionen

⁸ Die Provinzebene umfasst 22 Provinzen (Die chinesische offizielle Darstellung zählt Taiwan als die 23. Provinz mit.), fünf Autonome Regionen (alle mit großem Bewohneranteil von ethnischen Minderheiten) und die vier regierungsunmittelbaren Städte (Beijing, Tianjin, Shanghai, Chongqing).

und Mechanismen des Aushandelns und der Willensbildung zwischen Provinzfürhungen und Zentralregierung. Von Fall zu Fall agieren der zentrale und lokale Staat miteinander, gegeneinander bzw. nebeneinander.

Es ist wichtig zu betonen, diese Dualität keineswegs als endogene institutionelle Rahmenbedingungen für die chinesische Transformation zu betrachten. Vielmehr soll „die Spannung zwischen lokalem und zentralem Staat selbst als treibende Kraft institutioneller Veränderungen“ (Herrmann-Pillath, 2015: 368) in China betrachtet werden. So wurde die Transformation Richtung Marktwirtschaft in den 1980er Jahren maßgeblich durch das konkurrierende Verhalten der lokalen Staaten vorangetrieben, die in erster Linie die Maximierung der regionalen Eigeninteressen im Sinne hatten. Der Rezentralisierungsversuch der Staatsführung und die konsequente Reform der Staatsunternehmen ab Mitte der 1990er Jahre resultierte wiederum überwiegend aus dem Interesse des Zentralstaates, die an den lokalen Staat verlorene Kontrolle zurückzugewinnen.

4.3.3 Dynamik der wirtschaftspolitischen Planung

Die im letzten Abschnitt geschilderte Dualität von lokalem und zentralem Staat spielt eine wichtige Rolle in der Funktionsweise der chinesischen Industriepolitik. Es ist irreführend, die Transformation der chinesischen Wirtschaft als den Übergang von Planwirtschaft zu Marktwirtschaft zu beschreiben. Die wirtschaftspolitische Praxis hat im Kern immer noch einen Planungscharakter, funktioniert allerdings gravierend anders als in der maoistischen planwirtschaftlichen Zeit (Heilmann und Melton, 2013). Die heutige Planung, die sich vor allem in den 2000er Jahren während des 10. Fünfjahresplans und des 11. Fünfjahresprogrammes⁹ in der politischen Praxis eingespielt hat, ist pluralistisch, wettbewerbsorientiert und experimentell. Und sie ist ein immanenter Bestandteil der forcierten Industrialisierung.

Der dynamische Prozess der wirtschaftspolitischen Implementation kann so stilisiert beschrieben werden: Der aktuelle Grundsatz der Wirtschaftspolitik wird auf der höchsten zentralen Ebene von einem Kernkreis der Staatsführung mit wenigen ausgewählten Beratern autonom von partikularen Interessen erarbeitet und verkündet. In dieser initialen Phase klingen Zielsetzungen und Umsetzungsmaßnahmen in der Regel allgemein und vage, gelten nichtsdestotrotz als richtungsweisend und vor allem ausreichend für die untergeordneten Regierungsebenen und die Wirtschaftsakteure,

⁹ Vom Plan zum Programm: Ab der 11. Periode wurde der Fünfjahresplan (wunian jihua) durch das Fünfjahresprogramm (wunian guihua) ersetzt. Der Namenswechsel spiegelt die Umwandlung der verbindlichen Planung in Indikativplanung wider. Ein Fünfjahresprogramm gibt keine detaillierten Pläne vor und verpflichtet auch nicht zu dessen Umsetzung. Nichtsdestotrotz kommuniziert die chinesische Regierung darin ihre Ziele und Prioritäten.

um die spätere Konkretisierung zu antizipieren. Dabei kann sich die avisierte Umsetzung der Ziele an sehr unterschiedlichen zeitlichen Horizonten orientieren, von dem klassischen Fünfjahresprogramm bis auf mehrere Jahrzehnte (von Senger, 2018).

Die groben Richtlinien setzen einen mehrstufigen und pluralistischen Planungsprozess in Form von „a continuous cycle of information gathering, analysis, policy formulation, policy implementation, evaluation, and revision“ (Heilmann und Melton, 2013: 601) in Gang. Konkretisierende Umsetzungsplanung läuft horizontal parallel in verschiedenen Bereichen mit den jeweiligen federführenden Ministerien oder Kommissionen und vertikal in über- und untergeordneten Verwaltungsebenen.

Während die Zentralregierung große Zentralregierungsunternehmen und große staatseigene Finanzinstitute in die Implementation einzieht, unterstützt die lokale Politik Staatsunternehmen und private Unternehmen auf lokaler Ebene. Das Verpflichten der Unternehmen auf die industriepolitische Zielsetzung bzw. die Steuerung der Unternehmen zum aktiven Mitwirken funktioniert grundsätzlich sowohl über Anreize als auch durch Kontrolle, sowohl institutionell als auch persönlich. Dabei variiert die Wirksamkeit der Mechanismen von Politikfeld zu Politikfeld.

Regierungseinheiten, Regionen und Unternehmen werden in einem wettbewerblichen Umfeld angehalten, eigene Initiative im Sinne der industriepolitischen Zielsetzung zu ergreifen, mit anderen Worten, mit Innovation zu experimentieren. Das Experimentieren und Experimentieren lassen ist „purposeful and controlled – not just trial-and-error“ (Heilmann und Melton, 2013: 612) und als solches ein integrierter Vorgang der Politikimplementierung, der keineswegs mit der Planung im Widerspruch steht.

Im Fall einer positiven experimentellen Erfahrung können die zuständigen Kader des lokalen Staates bei der übergeordneten Ebene für die Erfolgsgeschichte werben. Unabhängig davon, werden die regionalen Erfahrungen von den übergeordneten Ebenen beaufsichtigt und evaluiert. Die Evaluation kann positiv oder negativ ausfallen. Bei einer negativen Bewertung kann die experimentelle Praxis verboten werden. Bei einer positiven Bewertung kann die Praxis als Vorzeigemodell für andere Regionen und Bereiche vom zentralen Staat im Nachhinein bestätigt werden. Entsprechend nehmen die zentralen Planer Anpassungen in dem nächsten Implementationszyklus vor, setzen neue Schwerpunkte in der Politikgestaltung, was anschließend zur Umorientierung auf den untergeordneten Ebenen führt. Regionen, Projekte und Unternehmen, die bis dahin keine Begünstigung und Förderung bekommen, können dann in dem neuen Planungszyklus von der Anpassung profitieren (Hendrichke und Feng, 1999). So gesehen spielt der Zentralstaat überwiegend eine moderierende und koordinierende Rolle in der Planung, während planerische Aktivitäten vielmehr auf lokaler Ebene und in einem wettbewerblichen Umfeld stattfinden.

4.3.4 Chinesische Unternehmen

Die Reformierung der sozialistischen Wirtschaftsordnung und die Transformation der Arbeitseinheiten (danwei) in moderne Unternehmensformen haben eine heterogene Unternehmenslandschaft hervorgebracht. Laut dem chinesische Handelsregister, das ein Klassifikationssystem der State Administration for Industry and Commerce verwendet, sind die häufigsten Unternehmenstypen Staatsunternehmen (state owned enterprises), Kollektivunternehmen (collectives), Gesellschaft mit beschränkter Haftung (limited liabilities companies), Aktiengesellschaft (company limited by shares), private Unternehmen (private companies), ausländisch investierte Unternehmen (foreign-invested companies) und Unternehmen mit Kapital aus Hongkong, Macao und Taiwan. Zu Beginn der Wirtschaftsreform Ende der 1970er Jahre gab es nur zwei Typen von Unternehmen: Staatsunternehmen und Kollektivunternehmen (einschließlich Volkskommune).

Die Kollektivbetrieben waren die ersten privatisierten Unternehmen, wobei diese Privatisierung nicht mit privatem Eigentum gleichzusetzen war. Vor 1988 war es verboten, Unternehmen mit mehr als acht Beschäftigten zu gründen (Garnaut; Song et al., 2012: 13). Vor 2004 gab es keinen verfassungsrechtlichen Schutz für Privateigentum an Produktionsmitteln (Xie, 2023: 10). Unter diesen Umständen wurden Kollektivunternehmen zu einer praktischen Unternehmensform. Sowohl Staatsbetriebe, dessen Management nach der Einführung des Verantwortungssystems von vormals Mitarbeitern übernommen wurde, als auch die Township and Village Enterprises (TVEs), die privat gegründet waren und daher eine nicht-private Tarnung benötigten, nahmen nominell die Gestalt des Kollektivunternehmens an (Wang, 2013). Für solche Unternehmen wurde die Bezeichnung „privat geführtes Unternehmen“ (minying qiye)¹⁰ kreiert. Der Name ist trotz der Verfassungsänderung von 2004 bis heute geblieben.

Die ungleiche Behandlung der Staatsunternehmen und Privatunternehmen ist nicht nur sprachlich. Sie manifestiert sich in dem Zugang zu Finanzmitteln. Privatunternehmen werden systematisch benachteiligt in der Kreditvergabe der Staatsbanken und wenden sich an verschiedene alternative Quellen, wie z.B. Kreditgenossenschaften (rotating credit associations), Aktienbeteiligung der Belegschaft und illegale Geldverleiher (Tsai, 2004; Ong, 2012). Die Auswirkungen dieser finanziellen Benachteiligung auf Chinas wirtschaftliche Entwicklung werden kontrovers diskutiert. Der Meinungsunterschied liegt hauptsächlich darin, ob China trotz (Hu, 2007; Haggard und Huang, 2008) oder

¹⁰ Sprachlich gibt es in China, genau genommen, kein Privatunternehmertum. Das im deutschen Sprachgebrauch eingebürgerte Begriffspaar von „chinesischen Staatsunternehmen“ und „chinesischen Privatunternehmen“ heißt in der Originalsprache jeweils "Unternehmen im staatlichen Besitz" (guoyou qiye) und "Unternehmen unter privater Führung" (minying qiye).

wegen (Laurenceson und Chai, 2003; Herr, 2010) des privilegierten Kreditzugangs für den Staatssektor hohe Wachstumsrate erzielen konnte.

In dem goldenen Zeitalter der Kollektivunternehmen, in den 1980er und frühen 1990er Jahren, schufen sie im primären wie im sekundären Sektor eine de-facto Privatwirtschaft, die eng in die lokalen wirtschaftlichen Interessen eingebunden war. Funktionäre lokaler Verwaltungen auf der Dorf- und Kreisebene waren häufig in der Geschäftsführung der Kollektivunternehmen involviert und nutzten sie als ein wichtiges Vehikel für den Wettbewerb mit anderen Regionen (Herrmann-Pillath und Feng, 2004). Kollektivunternehmen gehörten auch zu den Vorreitern, die mit Mitarbeiterbeteiligungen und außerbörslicher Aktienaushandlungen experimentierten, um die Finanzierungssituation zu verbessern (Zhang und Liu, 2015).

Im Lauf der 1980er Jahre sanken durch die starke Konkurrenz der privat geführten Unternehmen bei den nicht reformierten Staatsunternehmen Absatz und Rentabilität (Huang, 2008). Die lokalen Prinzipale, die Kreditentscheidungen der Bankfilialen in der Gebietskörperschaft beeinflussen konnten, kompensierten die wirtschaftlichen Verluste der Staatsunternehmen durch Bankkredite oder lokale Budgets (Granick, 1990). Das Streben nach partikularen Interessen führte zu sinkenden Einnahmen des Zentralhaushaltes und hoher Inflation infolge des Kontrollverlustes über das Geldangebot (Herrmann-Pillath, 1991). Die Reformierung der Staatsunternehmen wurde in diesem Notzustand von der Parteispitze beschlossen und angestoßen.

Das Herzstück der Reform mit dem Motto „Packt die Großen, lasst die Kleinen“¹¹ bestand darin, eine Abgrenzung zwischen dem Staatshaushalt der Zentralregierung und den lokalen Regierungen zugeordneten Staatsunternehmen einzurichten. „Packt die Großen“ bedeutete: Ein kleiner Teil der Staatsunternehmen wurde als strategisch wichtige Unternehmen für die Schlüsselindustrien ausgewählt, zu gigantischen Unternehmenskonglomeraten (qiye jituan) zusammengeführt und der Aufsicht sowie dem Budget der Zentralregierung unterstellt. 2003 wurde eine Organisation eigens der Verwaltung dieser Unternehmen gegründet: State-Owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC). Die SASAC vertritt die Rolle der Zentralregierung und fungiert als die oberste Holdinggesellschaft. Ende 2017 gab es 97 dieser zentralstaatlichen Konglomerate, alle riesige Konzerne mit vielen Teilkonzernen.¹² Die zentralstaatlichen Unternehmen haben in ihren Sektoren, wie z.B. Energie, Petrochemie, Telekommunikation und Luftfahrt, häufig Monopol- oder Oligopolstellungen.

¹¹ Auf der 5. Plenartagung des 14. Zentralkomitees der KPCh. im September 1995 verkündet.

¹² Als SASAC 2003 etabliert wurde, hatte sie noch 196 Unternehmen unter Aufsicht. Die Anzahl der Unternehmen sank durch Restrukturierungen und Fusionen auf 152 im Jahr 2007 und 113 im Jahr 2014.

Ein großer Teil der Staatsunternehmen wurde aus der staatlichen Planung aussortiert, zur (Teil-)Privatisierung freigegeben und an die lokalen Regierungen delegiert, was von der zweiten Hälfte des Reformprinzips – „lasst die Kleinen“ – zum Ausdruck gebracht wurde (Wu und Lansdowne, 2016). Dieser Reformkurs des Staatssektors, der bis in die 2000er Jahre andauerte, half der Zentralregierung, die fiskalische Kontrolle über die Gewinnabführung der Staatsunternehmen zurückzugewinnen (Guo, 2002). Ein ähnlicher Selektionsprozess fand auch auf lokaler Ebene statt. Wenn eine lokale Regierung nicht über ausreichende Mittel für ihre Staatsunternehmen verfügte, wurden die weniger wichtigen verkauft (privatisiert) oder geschlossen. Dies führte landesweit zu Massenentlassungen (Solinger, 2009).

Die Privatisierung der Staatsunternehmen wurde institutionell mit der Einführung des ersten Unternehmensgesetzes 1994 begleitet. Das Unternehmensgesetz war zwar das erste Recht, das auch für private Unternehmen galt, wurde aber in erster Linie als der institutionelle Wegbereiter für die darauffolgende Reformierung der Staatsunternehmen gedacht. Die Firmierung als Aktiengesellschaft wandelte die Gestalt der Staatsunternehmen von Arbeitseinheit (danwei) zu Unternehmen (qiye) und erlaubte die Verbriefung der Anteile (Wang und Huang, 2006). Vor dem Verkauf der Anteile war dieser Schritt unumgänglich, um die Gewinnansprüche unterschiedlicher Anteilseigner eindeutig gegeneinander abzugrenzen, denn neben der vollständigen Privatisierung halten die lokalen Regierungen häufig nach dem Einstieg privater Investoren weiterhin Anteile an den restrukturierten Unternehmen.

Nach der fiskalischen Rezentralisierung stieg das Interesse der Staatsunternehmen an Aktienaushängen an. Die Börsennotierung wurde als eine prestigeträchtige und einmalige Methode der Kapitalbeschaffung entdeckt (Green, 2004). In den 1990er Jahren waren es überwiegend Staatsunternehmen, die die Zulassung zum IPO bekamen (Walter und Howie, 2006). Die Staatsunternehmen erhielten durch den Börsengang private Anteilseigner und frisches Kapital und konnten bestehen bleiben, sodass der staatliche Sektor in der gesamten Volkswirtschaft weiter sein Gewicht und seine Bedeutung aufrechterhielt.

Die öffentlichen Kassen auf allen Verwaltungsebenen wurden erheblich von der andauernden Bezuschussung entlastet, denn die beachtlichen Kapitaleinnahmen durch den Börsengang waren fast ausnahmslos der Erhöhung des Eigenkapitals bei dem emittierenden Unternehmen zugutegekommen (Naughton, 2007: 469f.). Der chinesische Staat hatte also freiwillig auf diese Einnahmen zugunsten der Kapitalbeschaffung für die Staatsunternehmen verzichtet. Freilich hatte die Partei- und Staatsführung darauf geachtet, einer vollständigen Privatisierung der Staatsunternehmen auf den Kapitalmärkten vorzubeugen. Die auf den Börsen gelisteten Staatsunternehmen hatten stets Anteile in Form von nicht handelbaren Aktien, die in Staatsbesitz waren.

Es ist unumstritten, dass es in China nicht ein „business system“, sondern mehrere „business systems“ (Witt und Redding, 2014) gibt, weil sich die chinesischen Unternehmen hinsichtlich ihrer strategischen Bedeutung, des Ressourcenzugangs und der Unternehmenskultur stark voneinander unterscheiden. Was zu diesen Unterschieden geführt hat, ist die Eigentumsstruktur der Unternehmen. Allerdings gibt es in der Literatur keinen eindeutigen Maßstab für die Unternehmenstypologie. Die meisten ökonomischen Studien teilen chinesische Unternehmen in staatliche und private ein. In der Business-System-Analyse über China werden Unternehmen in staatlich, privat und hybride eingeteilt. Aus der Perspektive der oben skizzierten historischen Entwicklung ergibt sich eine andere denkbare Einteilung in zentralstaatliche, lokalstaatliche und private Unternehmen. Die ersten beiden Typologien sind häufiger in internationalen vergleichenden Studien wie z.B. Varieties of Capitalism zu finden, während die letzte Einteilung eher der Eigenwahrnehmung der chinesischen Unternehmen entspricht.

4.3.5 Die Struktur und Ideologie der KPCh

Die KPCh monopolisiert die Machtressourcen, mit der staatlichen Gewalt verbundene sind, und übt umfassenden Einfluss auf das Leben in China aus (Saich, 2021: 436ff.). Sie ist eine Netzwerkorganisation. Die wichtigste formale Struktur bildet die Nomenklatura, ein System der Personalkontrolle und Karrieregestaltung zugleich. Alle wichtigen Ämter in Partei, Regierung, Militär und Gesellschaft werden mit der Nomenklatura nach der Rangordnung besetzt. Diese Liste schafft eine einheitliche und bereichsübergreifende Rangordnung, auf die alle Machtpositionen in der chinesischen Gesellschaft projiziert sind (Herrmann-Pillath, 2015: 279f.). Die Mitgliedschaft in der Partei öffnet jedem theoretisch den Zugang zur Nomenklatura.

Die bedeutende informelle Struktur, die in keinem Regelwerk der KPCh zu finden ist, sind die familiären Netzwerke der ersten Generation der Parteifunktionäre. Ihre privilegierten Nachkommen werden als „Princelings“ oder „Rote Zweite/Dritte Generation“ bezeichnet (McGregor, 2010). In der Reform- und Öffnungsperiode profitierte diese Gruppe als erstes von dem Austausch politischer Macht gegen ökonomische Vorteile. Aus den Princelings ist „a ruling oligarchy“ hervorgegangen (Xia, 2016). Schlüsselpositionen in zentralstaatlichen Unternehmen, die in staatlich monopolisierten Sektoren tätig sind, werden besonders häufig von Princelings und ihren Vertrauten besetzt. Innerhalb der Partei bilden sich verschiedene Fraktionen (Shih, 2008: 6ff.), wobei der Machtkampf zwischen ihnen weniger ideologisch motiviert ist, sondern durch Interessen- und Machtansprüche auf die „fiefdoms“ (McGregor, 2019) getrieben.

Die private Wirtschaft ist zwar von der Nomenklatura ausgeschlossen, jedoch verkörpern viele Privatunternehmer politische Ämter wie z.B. Vertreter der

Volkskongresse oder Mitglieder der Konsultativen Konferenzen auf den verschiedenen Regierungsebenen (Tsai, 2007: 123ff.). Diese politischen Ämter stellen einen gesellschaftlichen Status dar und symbolisieren das politische Kapital eines Privatunternehmers (Garnaut et al., 2012: 132). Die Vernetzung zwischen Privatunternehmern und lokalstaatlichen Parteifunktionären ist eine Voraussetzung für den unternehmerischen Erfolg. 95 von den 100 größten privaten Unternehmen in China gehören oder gehörten Mitgliedern der Partei (Dikötter, 2022: preface).

Ein Staatsunternehmen unterscheidet sich von einem Privatunternehmen deutlich durch die Personalbesetzung. Die Führungskräfte in Staatsunternehmen werden durch die Parteikader besetzt. Ihre Rechenschaft gilt nicht nur dem Unternehmen, sondern auch der Partei (McGregor, 2010). Ihre Karriere als Manager und ihre Karriere als Kader hängen im Rahmen der Nomenklatura zusammen (Heberer und Schubert, 2012).

Es ist nicht die marxistische oder kommunistische Ideologie, die die Kommunistische Partei Chinas lenkt, die Menschen mobilisiert und die Ordnung bewahrt. Darüber sind sich Chinawissenschaftler und Chinabeobachter längst einig. „A strong case can be made that Marxist-Leninist ideology and its various Chinese permutations are irrelevant in today’s China – or are an impediment to any real CCP reform.“ (Shambaugh, 2008: 104) Wenn es sich nicht um eine marxistische Ideologie in der originalen Fassung oder um einen marxistischen Ableger handelt, um was handelt es sich dann? Der schweizerische Sinologe und Jurist Harro von Senger hat den Begriff Sinomarxismus kreiert, um der ideologischen Doktrin der KPCh einen Eigennamen zu geben (von Senger, 1994; Paul, 2016).

Der Sinomarxismus¹³ ist ein sinisiertes und neues Gedankengerüst, dessen geistige Quelle „sowohl die Beiträge von Marx und Engels als auch jene Lenins, Mao Zedongs, Deng Xiaopings, Jiang Zemins usw.“ (von Senger, 2018: 132) umfasst. Neue Konzepte wurden von Parteitheoretikern erfunden und existierende angepasst, so dass die Ideologie nicht „stagnant, rigid, unimaginative, ossified, and disconnected from reality“ (Shambaugh, 2008: 105) bleibt und stets einfängt, „what the party leadership sees as the core task for party members at a particular moment“ (Saich, 2021: 13).

¹³ Der Begriff Sinomarxismus hat bisher in der englischsprachigen akademischen Chinaforschung keine breite Verwendung gefunden. Interessanterweise fand ein sehr ähnlicher Wortlaut seit 2007 Eingang in die wichtigen Parteidokumente in China. In der Satzung der KPCh vom 21.10.2007 wurde z. B. die Sinisierung des Marxismus (makesi zhuyi zhongguohua) erwähnt.

Die wichtigste ideengeschichtliche Komponente des Sinomarxismus ist die Mao'sche Widerspruchslehre.¹⁴ Sie ist eine genuin chinesische ideologische Eigenschöpfung, die das „Sino“ im Sinomarxismus ausmacht (von Senger, 1994: 226). In der Mao'schen Widerspruchslehre wird Widerspruch¹⁵ nicht im logischen, sondern im materiellen Sinne verstanden (Mao, 1937). Widersprüche sind miteinander verbundene Antithesen und jedes Ding ist ein Widerspruch in sich, was Mao als die Allgemeinheit der Widersprüche bezeichnet. Die Dinge – z. B. die Welt, China, die Volkswirtschaft oder die Gesellschaft – entwickeln sich auf der Grundlage ihrer immanenten Widersprüchlichkeit, d. h. durch den Kampf und die Anziehung der verschiedenen Antithesen. Gleichzeitig weist jeder Widerspruch aufgrund seiner antithetischen Teile und seiner konkreten Kontextbezogenheit seine ureigene Individualität auf.

Eine der antithetischen Seiten ist der Hauptwiderspruch. „Im Entwicklungsprozess eines komplexen Dinges gibt es eine ganze Reihe von Widersprüchen, unter denen stets einer der Hauptwiderspruch ist; seine Existenz und seine Entwicklung bestimmen oder beeinflussen die Existenz und die Entwicklung der anderen Widersprüche“ (Mao 1937 zit. in: von Senger, 2018: 149).

Mao Zedong selber hatte das Konzept des Hauptwiderspruchs machtvoll in die politische Praxis eingeführt. 1937 definierte er zum ersten Mal den Hauptwiderspruch, der anschließend zum überragenden politischen Bezugspunkt wurde (s. Punkt 1 unten). Seitdem ist die Methode des Hauptwiderspruchs in der Parteipraxis wie ein Ritual erhalten geblieben. Keiner der nachfolgenden Partei- und Staatsführer – Deng Xiaoping, Jiang Zemin, Hu Jintao und Xi Jinping – hat daran gerüttelt.

Staats- und Gesellschaftsführung bedeutet für die KPCh die fortwährende Analyse und Lösung von Widersprüchen. Den Hauptwiderspruch zu ermitteln, ist die Aufgabe der Parteiführung. Wird der Hauptwiderspruch ermittelt und festgelegt, wird er zum zentralen Dreh- und Angelpunkt der Politik. „Der gesellschaftliche Hauptwiderspruch benennt das Grundproblem, und das Grundproblem benennt die Mittelpunkt Aufgabe [der KPCh]“ (von Senger, 2018: 147). Bei einem neu definierten Hauptwiderspruch ändert sich logischerweise auch die sich daraus ergebende Mittelpunkt Aufgabe, auf

¹⁴ Dieser Abschnitt behandelt nicht direkt die Schrift Mao Zedongs „Über den Widerspruch“, sondern gibt die überwiegend aus Harro von Sengers stammende Analyse diesbezüglich wieder.

¹⁵ Mao Zedong ist in diesem Zusammenhang nicht der Urheber des Begriffs „Widerspruch“. Der Begriff, ein zentrales Element in Hegels dialektischer Methode, wurde sowohl von Friedrich Engels als auch von Karl Marx verwendet und entwickelt. Ob das Konzept des Widerspruches, so wie ihn Mao 1937 in seiner Schrift verwendete, als seine Eigenschöpfung angesehen werden kann oder nicht, darüber gibt es unterschiedliche Meinungen in der Forschung. Zur Frage der Originalität siehe: (Knight, 1980: 642f.; Lippert, 1982)

deren Lösung „die KPCh mit den ihr nach wie vor zu Gebote stehenden Machtmitteln sämtliche Energien des Milliardenvolkes [kanalisiert]“ (von Senger, 2018: 147).

Wenn wir die Entwicklung Chinas seit 1937 anhand der Doktrin vom Hauptwiderspruch betrachten und in Etappen einteilen, wobei jede neue Etappe sich von der vorhergehenden durch einen anderen Hauptwiderspruch unterscheidet, ergibt sich eine bemerkenswerte Einteilung in Zeitabschnitte. Diese weicht von den üblichen Unterteilungen in der Literatur ab, korreliert aber mit den Veränderungen der Nachfolgeregelung für den Parteivorsitzenden. Einen neuen Hauptwiderspruch festzulegen, bleibt der „Hauptperson“ vorbehalten, deren Namen in der Satzung der KPCh verankert ist. Diese Macht hatten von 1949 bis heute drei Personen: Mao Zedong, Deng Xiaoping und Xi Jinping (Saich, 2021: 11).

In der Zeitspanne von 1937 bis zum 2018 hat die KPCh der Reihe nach fünf Hauptwidersprüchen festgelegt (von Senger, 2018: 150f.):

1. der Hauptwiderspruch „ganzes chinesisches Volk unter Einschluss des Klassenfeindes Tsiang Kaishek als des Führers der Guomindang¹⁶, unter Einschluss aller von der Guomindang vertretenen sozialen Klassen auf der einen Seite gegen Japan auf der anderen Seite“ mit der Niederringung Japans als der Hauptaufgabe (1937–1945);
2. der Hauptwiderspruch „Kommunistische Partei Chinas gegen die Guomindang Tsiang Kaisheks“ mit der Niederringung der Guomindang auf dem chinesischen Festland als der Hauptaufgabe (1945–1949);
3. der Hauptwiderspruch „Proletariat/Bauernklasse gegen Bourgeoisie/Grundherrenklasse“ mit dem „Klassenkampf“ bzw. der Eliminierung der Bourgeoisie und der Grundherrenklasse als der Hauptaufgabe (1949–1976/78);
4. der Hauptwiderspruch „zwischen den wachsenden materiellen und kulturellen Bedürfnissen des Volkes und der rückständigen gesellschaftlichen Produktion“ mit der Niederringung der Armut und Rückständigkeit als der Hauptaufgabe (1978–2017);
5. der Hauptwiderspruch „zwischen den wachsenden Bedürfnissen des Volkes nach einem schönen und guten Leben und der unausgewogenen und ungenügenden Entwicklung“ (ab 2018).

Der Sinn des Sinomarxismus liegt weniger in der Dogmatik, sondern vielmehr in seiner Funktion als Trainingsinstrument zur Disziplinierung der Parteikader und

¹⁶ Die Regierungspartei in der Republik China bis 1949 auf dem chinesischen Festland und nach 1949 mehrere Jahrzehnte lang in Taiwan.

Staatsfunktionäre. Gemäß den Vorschriften über die Auswahl und Anstellung der führenden Funktionäre von Partei und staatlicher Verwaltung müssen die führenden Funktionäre von Partei und Staat fähig sein, Standort, Blickwinkel und Methode des Marxismus¹⁷ zur Analyse und Lösung von Problemen in der Praxis zu benutzen (CPC Central Committee, 1995: §6 Ziff.1, 2002: §6 Ziff. 1, 2014: §7 Ziff. 1, 2019: §7 Ziff. 1). Das ist die erste Grundvoraussetzung von aktuell insgesamt sechs, die die führenden Funktionäre von Partei und Staat zu erfüllen haben. Alle maßgebenden Funktionäre der KPCh und des Staates unterliegen diesen Vorschriften, darunter Führungsmitglieder des Zentralkomitees der KPCh, des Ständigen Ausschusses des Nationalen Volkskongresses, des Staatsrates, der Nationalen Politischen Konsultativkonferenz, der Zentralen Disziplinarkommission, des Obersten Volksgerichts, der Obersten Volksstaatsanwaltschaft sowie die Führungsmitglieder der Parteikomitees der KPCh, der Ständigen Ausschüsse der Volkskongresse, der Regierungen, Politischen Konsultativkonferenzen, Volksgerichte und Volksstaatsanwaltschaften von der Kreisebene an aufwärts (ebd., 2019: §4). Mit anderen Worten: Die Funktionärsschicht der KPCh ist dazu verpflichtet, den Sinomarxismus als „Methodik der politischen Analyse, Kommunikation, Mobilisierung und Disziplinierung“ (Heilmann, 2016: 37) zu beherrschen.

Die Wirkungsentfaltung des Sinomarxismus wird auch dadurch gesichert, dass der von der Parteizentrale definierte Hauptwiderspruch sich umfassend auf die staatliche Gesetzgebung auswirkt. „Die Definition des Hauptwiderspruchs beeinflusst sämtliche in der VR China geltenden amtlichen Normen. [...] So gut wie alles, was in der VR China offiziell aufgrund amtlicher, auf verschiedenen Stufen geltender Normativvorgaben geschieht, [...] dient unmittelbar oder mittelbar der Lösung des Hauptwiderspruchs“ (von Senger, 2018: 177).

Oben in der chinesischen Normenpyramide (s. Abbildung 12) stehen die drei grundlegenden Arten von Parteinormen der KPCh: die politische Linie der Partei (lu xian), die Polaritätsnormen der Partei (fang zhen) und die Politnormen der Partei (zheng ce). Der Implementierung aller drei Arten von Parteinormen dienen wiederum Gesetzesrechtsnormen, die von staatlichen Organen erlassen werden (von Senger, 1994: 290ff.).

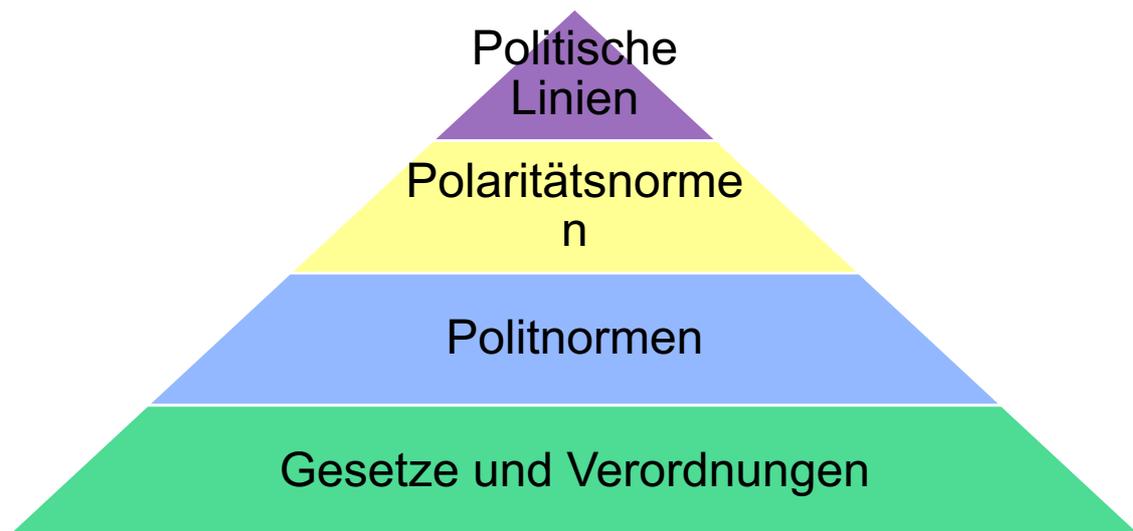
Die politische Linie der KPCh ist eine Art Grundnorm im chinesischen amtlichen Normensystem und wird unmittelbar durch den Hauptwiderspruch bestimmt. In diesem Sinne verwandelt die politische Linie „die pure Feststellung des Hauptwiderspruchs in die normative Aufforderung, den Hauptwiderspruch zu lösen“ (von Senger, 2018: 179). Da sich der Hauptwiderspruch auf eine Etappe eines

¹⁷ Gemäß der chinesischen offiziellen Auslegung steht Methode des Marxismus für eine dialektische Methode, die auf der Mao'schen Widerspruchslehre beruht.

ganzen Entwicklungsprozesses bezieht und seine Lösung einen langen Zeitraum in Anspruch nehmen kann, wird die politische Linie möglicherweise während Jahrzehnten konstant gehalten.

Polaritätsnormen sind Parteinormen, „die als alternativ (,antithetisch‘ ,widersprüchlich‘) aufgefaßten zwei oder mehr Aspekte eines politisch zu lenkenden gesellschaftlichen Prozesses oder Bereiches in Verhältnis zueinander regeln, entweder im Sinne der Veränderung einer Alternative durch die andere [...] oder im Sinne einer Verknüpfung der Alternativen [...]“ (von Senger, 1994: 297). Politnormen regeln Detailwidersprüche und Einzelheiten, sie werden situationsgemäß am ehesten angepasst. Der besondere taktische Charakter der Politnormen spiegelt sich in dem sprachlichen Ausdruck wider: Das Wort „Taktik“ in Lenins Werken wurden mit Politnormen übersetzt (von Senger, 2018: 181). Die taktische Flexibilität der Politnormen nutzt die Parteiführung, um Entscheidungen zu rechtfertigen, die gegen gültige Gesetze oder die staatlichen Institutionen verstoßen.

Abbildung 12: Die chinesische Normenhierarchie



Quelle: (von Senger, 1994: 290ff.) ; eigene Darstellung

5 Chinesische Mehrheitsbeteiligungen in Deutschland 2011-2019

5.1 Datenerhebung

Der Überblick über die prägenden Merkmale der chinesischen Wirtschaft hat uns näher in den Kontext geführt, in dem die Entscheidungen zu einer Unternehmensbeteiligung im Ausland getroffen wurden. Für jeden Unternehmer, der in China Erfolg haben will, für jeden Kader, der einem staatlichen Konglomerat vorsteht, oder für jeden Regierungstechnokrat, der an der Gestaltung und Umsetzung von Maßnahmen arbeitet, ist das, was in 4.3 beschrieben wurde, ihre Alltagsrealität und ihr Umfeld.

In einem solchen Kontext sind Auslandsübernahmen keineswegs rein unternehmerische Handlungen. Viele Studien haben diesen Aspekt bereits berücksichtigt. Bevor meine Daten erhoben werden können, muss noch eine Frage geklärt werden: Welche Parameter sind dafür geeignet, Hinweise auf die politischen Faktoren bei chinesischen Auslandsübernahmen zu geben? Nach den methodologischen Prinzipien, die vorgestellt wurden und dem sinologischen Wissen über chinesischen Unternehmen möchte ich eine Modifikation des Eigentumsverhältnisses der Investoren vornehmen.

Die Behandlung dieses Eigentumsverhältnisses in den bisherigen Studien ist nicht einheitlich. Die Abgrenzung zwischen staatlichen und privaten Unternehmen unterliegt sogar gewisser Willkür. Die Studien der Rhodium Group/Merics definieren chinesische Unternehmen als privat, wenn 80 Prozent oder mehr Anteile von privaten Anteilseignern gehalten werden (Hanemann und Huotari, 2015). Andere Studien definieren ein chinesisches Unternehmen wiederum als privat, wenn mehr als 50 Prozent von privaten Anteilseignern gehalten werden (Guo et al., 2016; Jungbluth, 2018). Weitere Studien übernehmen die Definitionen aus den verwendeten Datenbanken ohne weitere Angabe (Gu und Reed, 2016).

Stellen wir uns aber ein reales Unternehmen vor, das in einer diesen Studien als staatliches Unternehmen gilt und in einer anderen Studie zu Privatunternehmen gezählt wird. In Wirklichkeit hat das chinesische Unternehmen in der Regel ein eindeutiges Selbstverständnis darüber, was für ein Unternehmen es ist. Dieses Selbstverständnis in der empirischen Erhebung widerzuspiegeln, kann am besten durch eine emische Methodik gewährleistet werden. Dadurch wird auch die definitorische Vagheit mit der Kategorie „hybride Unternehmen“ (Witt und Redding, 2014: chap. 2) vermieden.

Das Selbstverständnis eines chinesischen Unternehmens kann nicht durch eine vordefinierte Prozentzahl der Anteile abgebildet werden, egal wie der Prozentsatz definiert ist. Es entsteht in einer historischen Pfadabhängigkeit während des chinesischen Reformkurses und entspricht dem politökonomischen Status des Unternehmens. Der politökonomische Status beinhaltet mindestens zwei Aspekte: Wer übt das Kontrollrecht aus? Bekommt das Unternehmen die Zulassung zum Börsengang? Die erste Angabe betrifft den Actual Controller des Unternehmens, und die zweite ist der Börsennotierungsstatus.

5.1.1 Neuer Parameter: Actual Controller

Abschnitt 4.3.4 zeigt, dass die Unternehmensreformierungen und -restrukturierungen der letzten Jahrzehnte komplexe Beteiligungsstrukturen in Unternehmen geschaffen haben. Ein sicheres Indiz für das Kontrollverhältnis, argumentiere ich, muss aus der chinesischen Praxis stammen und in den Augen der chinesischen Unternehmen verbindlich sein. Es trifft eine zuverlässige Aussage darüber, wer über die Kontrolle über das Unternehmen verfügt. Der chinesische juristische Begriff für Actual Controller kann ein solches Indiz sein. Obwohl dieser Begriff eine große Rolle in der chinesischen Rechts- und Wirtschaftspraxis spielt, findet er bisher kaum Beachtung in den empirischen Untersuchungen.

Zuerst wurde der Begriff Actual Controller 2001 durch Verordnungen über Wertpapieremissionen, die vom CSRC erlassen wurde, eingeführt. Bereits in den Verordnungen des CSRC sollte Actual Controller interne oder externe Kontrollmacht über ein Unternehmen zum Ausdruck bringen, die sich von der Kontrollmacht eines „controlling shareholder“ (beherrschender Anteilseigner) unterscheidet. 2005 wurde der Begriff in das revidierte Unternehmensgesetz aufgenommen und zum ersten Mal gesetzlich definiert. Das chinesische Unternehmensgesetz definiert den actual controller als „anyone who is not a shareholder but is able to hold actual control of the acts of the company by means of investment relations, agreements or any other arrangements“ (Company Law of the People's Republic of China (2018 Amendment), 2018: § 216(3))

Für börsennotierten Unternehmen bestimmt zusätzlich ein Paragraf aus den *Measures for the Administration of the Takeover of Listed Companies*, wie der Actual Controller festzustellen ist. Laut Article 84 liegt das Kontrollrecht bei einem börsennotierten Unternehmen vor, wenn eine der folgenden Voraussetzung erfüllt ist:

“(1) The investor is the controlling shareholder that holds more than 50 % of the shares of a listed company;

(2) The investor can actually control more than 30 % of the voting right of shares of a listed company;

- (3) The investor can decide the election of more than half of the directors of the board of directors of the company through actually controlling the voting right of shares of a listed company;
- (4) The voting right of shares of a listed company under the actual control of the investor is sufficient to produce significant effects on the resolutions of the general assembly of shareholders of the company; or
- (5) Any other circumstance as verified by the China Securities Regulatory Commission.”

Wie der Begriff Actual Controller in der chinesischen Praxis definiert und angewendet wird, macht ihn zu einem geeigneteren Indiz für die wirkliche Kontrollmacht, aussagekräftiger als irgendein Schwellenwert des Eigentumsverhältnisses. CSRC schreibt außerdem vor, dass die Angabe über den Actual Controller eines Unternehmens veröffentlicht werden muss, um der Mitteilungspflicht für Wertpapieremittenten bzw. börsennotierte Unternehmen nachzukommen. Der Actual Controller ist entweder eine natürliche Person oder eine staatliche Einheit.

Im Gegensatz zu den bisherigen Studien teile ich die Investoren nicht in zwei Kategorien (staatliche Unternehmen und Privatunternehmen) ein, sondern in drei Kategorien: zentralstaatliche Unternehmen, lokalstaatliche Unternehmen und Privatunternehmen. Diese Dreiteilung bildet die historische Entwicklung der Unternehmen genauer ab. Sie ist auch der Realität näher. Denn in China stehen der Zentral- und der Lokalstaat stets in strategischen Interaktionen miteinander. Der Überlebens- und Entwicklungsraum verschiedener Unternehmenstypen wird weitgehend von diesem komplexen Prozess der Auseinandersetzung beeinflusst.

Wenn der Actual Controller eines Unternehmens eine natürliche Person ist, wird dieses Unternehmen als privates Unternehmen eingestuft. Wenn der Actual Controller eine staatliche Einheit ist, kann anhand der administrativen Ebene dieser Einheit bestimmt werden, ob es sich um ein zentralstaatliches Unternehmen oder ein lokalstaatliches Unternehmen handelt. Die Angabe über den Actual Controller können aus chinesischen Unternehmensdatenbanken bezogen werden.

5.1.2 Neuer Parameter: Status der Börsennotierung

In der Chinaforschung ist allgemein bekannt, dass Chen Yun, der in der frühen Reform- und Öffnungsphase vergleichbar einflussreich war wie Deng Xiaoping, einmal das berühmte Konzept der „Vogelkäfig-Wirtschaft“ prägte. Chen Yun verglich die chinesische Volkswirtschaft mit einem Vogel, der weder zu fest gehalten noch frei fliegen gelassen werden sollte. Stattdessen sollte der Vogel in einem Käfig gehalten werden, damit er weder erstickt noch entkommt (Zhao; Bao et al., 2009). Seine

Metapher¹⁸ wird in der Literatur so interpretiert, dass die Planwirtschaft der Käfig ist und die Marktwirtschaft der Vogel im Käfig.

Weniger bekannt ist das Konzept des „Vogelkäfig-Aktienmarktes“ von Zhu Rongji, der einst aufgrund seiner umfangreichen Reformen im Bankensektor als Chinas „Finanzzar“ bezeichnet wurde (He, 1998: 279f.). Zhu Rongji regulierte den damals jungen chinesischen Aktienmarkt nach dem Prinzip: Die Größe des Käfigs, die Flughöhe der Vögel und die Anzahl der freigelassenen Vögel wurden durch die staatliche Wirtschaftspolitik und das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage kontrolliert und angepasst.

Zhus Ansatz¹⁹, der aus den zentralstaatlichen Interessen an der Haushaltsdisziplin formuliert wurde, bestimmte zum Teil, welche Unternehmen und wie viele Unternehmen in diesen „Vogelkäfig“ aufgenommen wurden. Interessenvertreter der lokalen Regierungen und der Börsen versuchten ebenfalls, Unternehmen auf den Aktienmarkt zu bringen. Ob und wann ein chinesisches Unternehmen an die Börse geht, spiegelt somit indirekt dessen politischen Hintergrund und seine Position innerhalb der chinesischen Wirtschaftsstruktur wider. Für die Unternehmen hat eine IPO-Zulassung große finanzielle Bedeutung und ist eine geehrte Quelle der Kapitalbeschaffung.

5.1.3 Erhebungsmethode

Das Ziel der Erhebung ist, Unternehmensbeteiligungen zwischen 2011 und 2019 mit einem Beteiligungsgrad von 50 bis 100 Prozent zu ermitteln. Dabei haben die beteiligten Unternehmen den Hauptsitz in Deutschland und die investierenden Unternehmen den Hauptsitz in Festlandchina. Als investierende Unternehmen gelten die globalen Muttergesellschaften. Ein Beteiligungsgrad von mindestens 50 Prozent signalisiert eindeutig die Intention einer Mehrheitsbeteiligung. Ich stelle bewusst keine Untergrenze für das Transaktionsvolumen, sodass größere Unternehmensbeteiligungen genauso berücksichtigt werden wie kleinere. Transaktionsvolumen werden nicht erhoben, da diese Datensätze sehr unvollständig sind. Der genaue Kaufpreis ist nur bei der Minderheit der Übernahmefälle bekannt. Wenn ein wesentlicher Anteil der Transaktionen aufgrund fehlender Daten ausgeschlossen wird, verliert die Stichprobe ihre Repräsentativität. Greenfield-

¹⁸ Seine Äußerungen haben einen spezifischen historischen Hintergrund. China erlebte damals eine sehr hohe Inflation, ausgelöst durch ein unkontrolliertes Geldangebot. Chen Yun war ein großer Verfechter für eine zentral gesteuerte Geldpolitik.

¹⁹ Die von Zhu Rongji geförderten und ausgebildeten Parteikader bekleideten später führende Positionen in chinesischen Finanzinstitutionen wie der Zentralbank, der China Banking Regulatory Commission und der China Securities Regulatory Commission.

Investitionen und Niederlassungsgründungen werden nicht berücksichtigt. Die beteiligten Unternehmen müssen bereits vor dem Einstieg der chinesischen Unternehmen existieren und operiert haben.

In diesem Abschnitt stelle ich die einzelnen Schritte meines Erhebungsverfahrens und die verschiedenen Datenquellen vor. Das Verfahren soll erstens gewährleisten, möglichst viele Fälle der chinesischen Unternehmensbeteiligungen an deutschen Unternehmen aufzuspüren und zweitens ermöglichen, die oben beschriebenen Merkmale über die investierenden chinesischen Unternehmen zu ermitteln.

Für eine mögliche Vollständigkeit sorgt eine Kombination aus mehreren separaten Datenquellen. Neben einer kommerziellen Unternehmensdatenbank (Orbis) ziehe ich noch zwei weitere Arten von Quellen heran: den M&A-Branchendienst und die Mitteilungen des Chinesischen Handelsministeriums. Die Kombination mehrerer Informationsquellen ist nötig, um Qualität und Richtigkeit zu erhöhen. Alle verwendeten Informationsquellen zur Identifizierung der gesuchten Fälle sind im Folgenden gelistet.

Orbis

Orbis ist eine kommerzielle Unternehmensdatenbank des Unternehmens Bureau van Dijk. Orbis deckt über eine Millionen Unternehmen in Deutschland ab (Dafne, 2019). Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland mit einer globalen Muttergesellschaft aus der VR China (ohne Hongkong und Macao) wurden abgerufen. Jedes Ergebnis wird einzeln überprüft, ob es meinen Suchkriterien tatsächlich entspricht. Irrtümliche Fälle wurden aussortiert.

Die Investment Plattform China/Deutschland

Die Investment Plattform China/Deutschland ist seit 2014 eine Informationsplattform, die auf chinesisch-deutsche M&A-Aktivitäten spezialisiert ist. Sie aktualisiert regelmäßig Nachrichten im Bereich der „Cross-Border-Investmentaktivitäten unter Beteiligung deutscher und chinesischer Unternehmen“ (Investment Plattform China / Deutschland, 2019). Da sie in erster Linie an die M&A-relevanten Berufsgruppen wie Rechtsanwälte, Steuerberater, Unternehmensberater usw. adressiert ist, haben diese Informationen als Teil des Branchendienstes eine hohe Genauigkeit. Ich habe die dort erschienenen Beteiligungsfällen mit der vorläufigen Liste, die auf den Dafne-Daten basiert, verglichen und gegebenenfalls aufgenommen.

Die öffentliche Registrierungsliste der im Ausland investierenden Unternehmen
Die öffentliche Registrierungsliste der im Ausland investierenden Unternehmen ist eine Liste, die vom Chinesischen Handelsministerium auf der offiziellen Online-Plattform „Going Global“ zur Verfügung gestellt wird (Ministry of Commerce). Sie enthält über 35.000 Einträge (Stand: Juli 2019) und jeder Eintrag gibt den Namen des investierenden chinesischen Unternehmens, den Namen des investierten

Unternehmens im Ausland und das Herkunftsland an. Die Liste basiert auf Pflichtangaben, die von chinesischen Unternehmen bei der Registrierung ihrer Auslandsinvestitionsprojekte dem Handelsministerium eingereicht werden. Die Suche nach dem Herkunftsland Deutschland ergab knapp 400 Einträge. Einen großen Teil davon konnte ich als Greenfield-Investitionen identifizieren und aussortieren.

Qixinbao

Qixinbao ist eine sogenannte credit information date base, die aktuell in China marktführend ist. Sie wurde 2015 im Zuge des Aufbaus des Social Credit Systems von Suzhou Berta Data Technology gegründet und wird kommerziell betrieben.

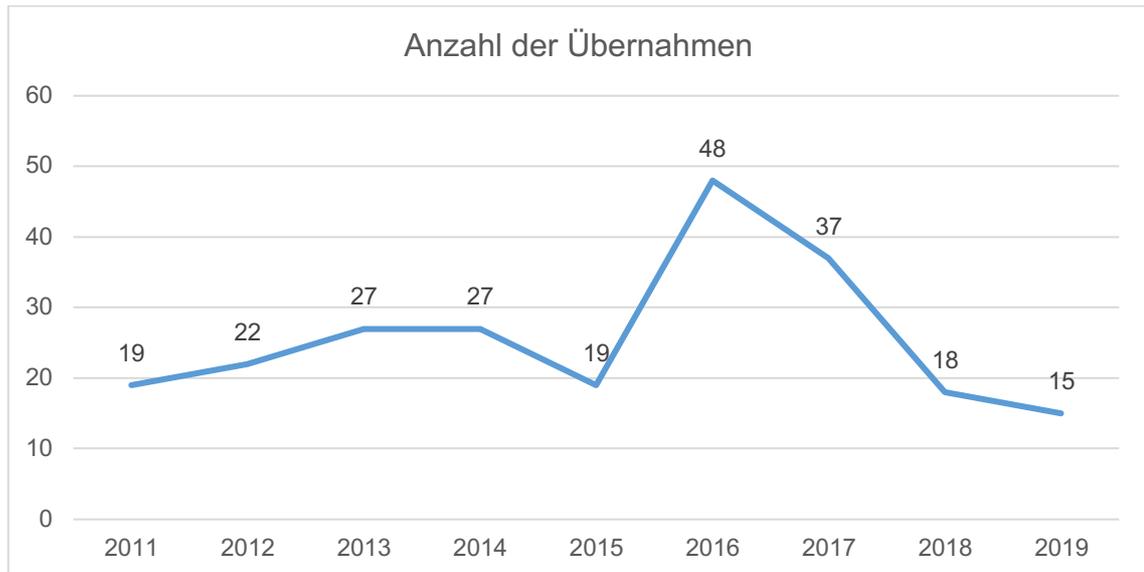
Informationen über 180 Millionen Unternehmen und Organisationen, die Qixinbao gesammelt und ausgewertet hat und kommerziell zur Verfügung stellt, stammen aus diversen behördlichen und öffentlichen Quellen, wie z. B. dem National Enterprise Credit Information Publicity System, Law Enforcement Information System, National Intellectual Property Administration, Pressemitteilungen, Bekanntmachungen, Finanzberichten, Medienberichten usw. (Suzhou Berta Data Technology).

Nachdem ich die M&A-Fällen in den obigen Schritten identifiziert habe und damit auch die Identitäten der investierenden Unternehmen, rufe ich als letzten Erhebungsschritt die Informationen über den Actual Controller und die Börsennotierung aus den Daten von Qixinbao für diese Unternehmen ab.

5.2 Erste Auswertungsergebnisse

Mit dem Erhebungsverfahren, das im letzten Abschnitt beschrieben wurde, habe ich 232 Fälle identifiziert, die alle Auswahlkriterien erfüllen. Zwischen 2011 und 2019 haben chinesische Investoren 232 Unternehmensbeteiligungen bzw. Übernahmen in der Bundesrepublik Deutschland durchgeführt (s. Abbildung 13). Die zeitliche Entwicklung der Anzahl der chinesischen Mehrheitsbeteiligungen in Deutschland bestätigt die Befunde der anderen Studien (s. 3.2). Zwischen 2011 und 2015 gab es fünf Jahre lange pro Jahr etwa gleich viele M&A-Fälle, was sich in den Jahren 2016 und 2017 gründlich änderte. Von 2015 auf 2016 gab es eine sprunghafte Zunahme. Für 2017 ist ein leichter Rückgang festzustellen, der jedoch immer weit über dem durchschnittlichen Niveau von vor 2016 liegt. Von 2017 auf 2018 fielen die Übernahmen deutlich zurück mit einem weiteren Abwärtstrend. Im Nachhinein scheinen 2016 und 2017 zwei Ausnahmejahre zu sein.

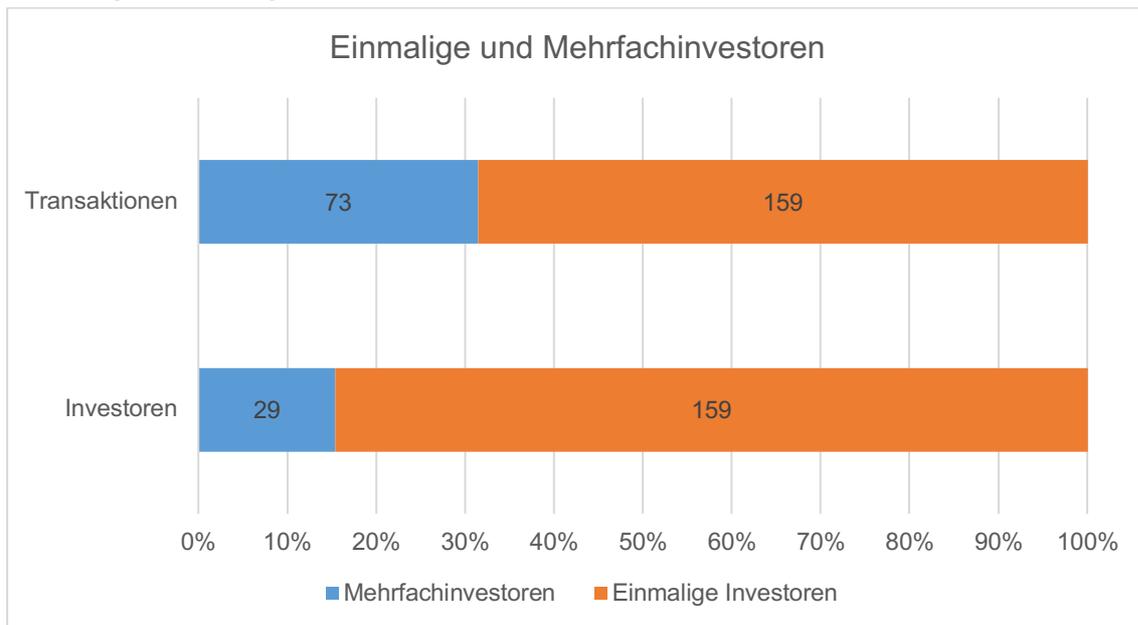
Abbildung 13: Entwicklung der chinesischen Mehrheitsbeteiligungen in Deutschland 2011-2019



Andere Erhebungen über die chinesischen Unternehmensbeteiligungen in Deutschland konnten eine größere Anzahl von Fällen identifizieren. Das liegt daran, dass hier Fälle bereits ab einem Beteiligungsanteil von 10 Prozent gezählt werden (Hanemann und Huotari, 2015; Jungbluth, 2018). 10 Prozent sind zwar eine übliche Marke bei der Berechnung von Auslandsdirektinvestitionen, aber es ist nicht ausreichend für den Kontrollanspruch des Investors. Eine niedrige zweistellige Beteiligung hat eher den Charakter einer Anlage. Bei einem Anteil von 50 Prozent und mehr kann man davon ausgehen, dass die Beteiligung auf eine Kontrolle über das Unternehmen abzielt.

Die 232 Beteiligungen und Übernahmen wurden von 188 chinesischen Investoren getätigt. 159 dieser Investoren haben jeweils eine einzige Übernahme in Deutschland durchgeführt. Die restlichen 29 Investoren sind Mehrfachinvestoren, die zusammen 73 Übernahmen getätigt haben (s. Abbildung 14)

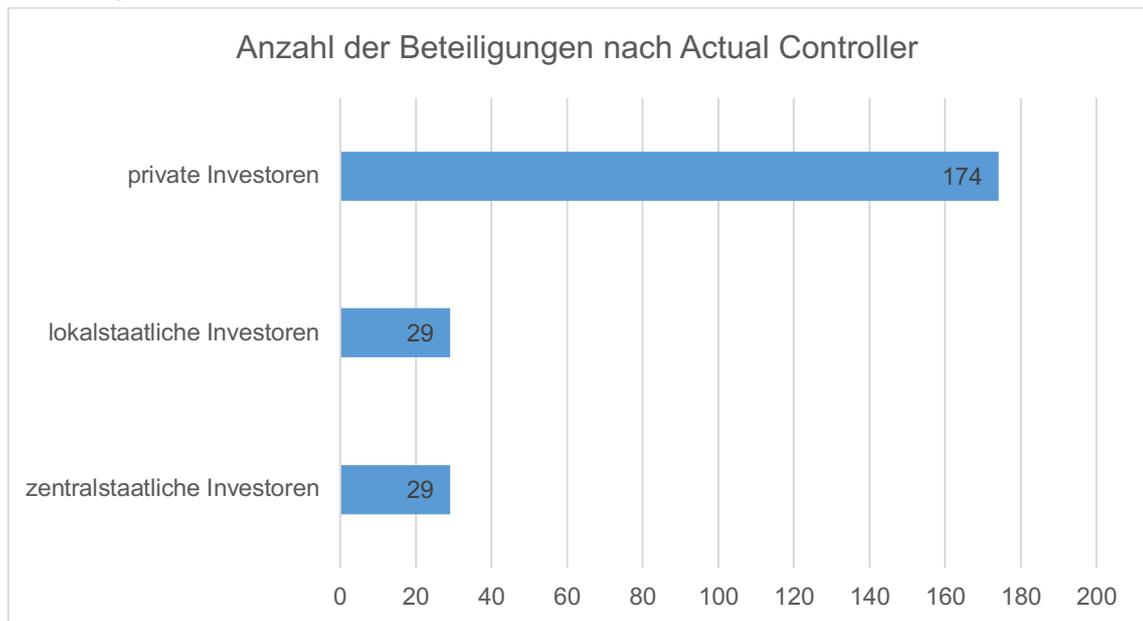
Abbildung 14: Einmalige Investoren vs. Mehrfachinvestoren



Die Angaben aus der Datenbank Qixinbao über die Actual Controller dieser Investoren können in drei Gruppen eingeteilt werden: die SASAC des Staatsrates, eine lokale SASAC oder eine natürliche Person. Hat die chinesische Muttergesellschaft die SASAC des Staatsrates als Actual Controller, bezeichne ich sie als ein zentralstaatlich kontrolliertes Unternehmen. Hat die chinesische Muttergesellschaft eine lokale SASAC als Actual Controller, ist der Investor ein lokalstaatlich kontrolliertes Unternehmen. Hat die chinesische Muttergesellschaft eine natürliche Person als Actual Controller, ist der Investor ein privat kontrolliertes Unternehmen.

Abbildung 15 zeigt, dass die große Mehrheit der Übernahmen, nämlich in 174 Fällen, privat kontrollierten Investoren zuzuschreiben ist. Zentralstaatlich kontrollierte und lokalstaatlich kontrollierte Investoren haben jeweils 29 Übernahmen durchgeführt.

Abbildung 15: Actual Controller der investierenden chinesischen Unternehmen



In den bisherigen Studien war es nicht in allen Fällen möglich, die Eigentumsform eines chinesischen Investors zu klären. Eine Studie der Bertelsmann Stiftung enthält z. B. in 17,7 Prozent der untersuchten Fälle keine Angaben zur Eigentumsform der investierenden chinesischen Unternehmen (Jungbluth, 2018: 19). Ein Grund dafür seien nicht vorhandene Informationen und der andere Grund die Beteiligung von sowohl staatlichem als auch privatem Kapital ohne eine klare Mehrheit (ebd: 33). Diese beiden Hindernisse für die Identifizierung konnte ich in meiner eigenen Erhebung überwinden. Durch die Verwendung des chinesischen Begriffs Actual Controller aus dem Gesellschaftsrecht bin ich bei der Feststellung der Unternehmenskontrolle nicht auf die formelle Mehrheit angewiesen.

Es gibt leicht mehr börsennotierte als nicht notierte Investoren. Von den 188 Investoren sind 99 börsennotiert und 89 nicht (s. Abbildung 16.) 82 Investoren sind im chinesischen Festland und 17 außerhalb des Festlands gelistet²⁰. Letztere sind fast immer an der Hongkong Stock Exchange (HKEX) notiert, mit einer Ausnahme an der Börse von Singapur und einer weiteren Ausnahme an der NASDAQ²¹. Die Mehrheit der Beteiligungsfälle sind den börsennotierten chinesischen Investoren zuzuschreiben. 128 von 232 Beteiligungsfällen wurden von börsennotierten Unternehmen durchgeführt. Die börsennotierten Investoren sind aktiver als die nicht börsennotierten Investoren.

²⁰ Bei einer Doppellistung in und außerdem dem Festland zählt die Börse im Festland.

²¹ In der Abbildung werden die beiden Ausnahmen in der Gruppe HKEX erfasst.

Abbildung 16: Börsennotierung der chinesischen Investoren

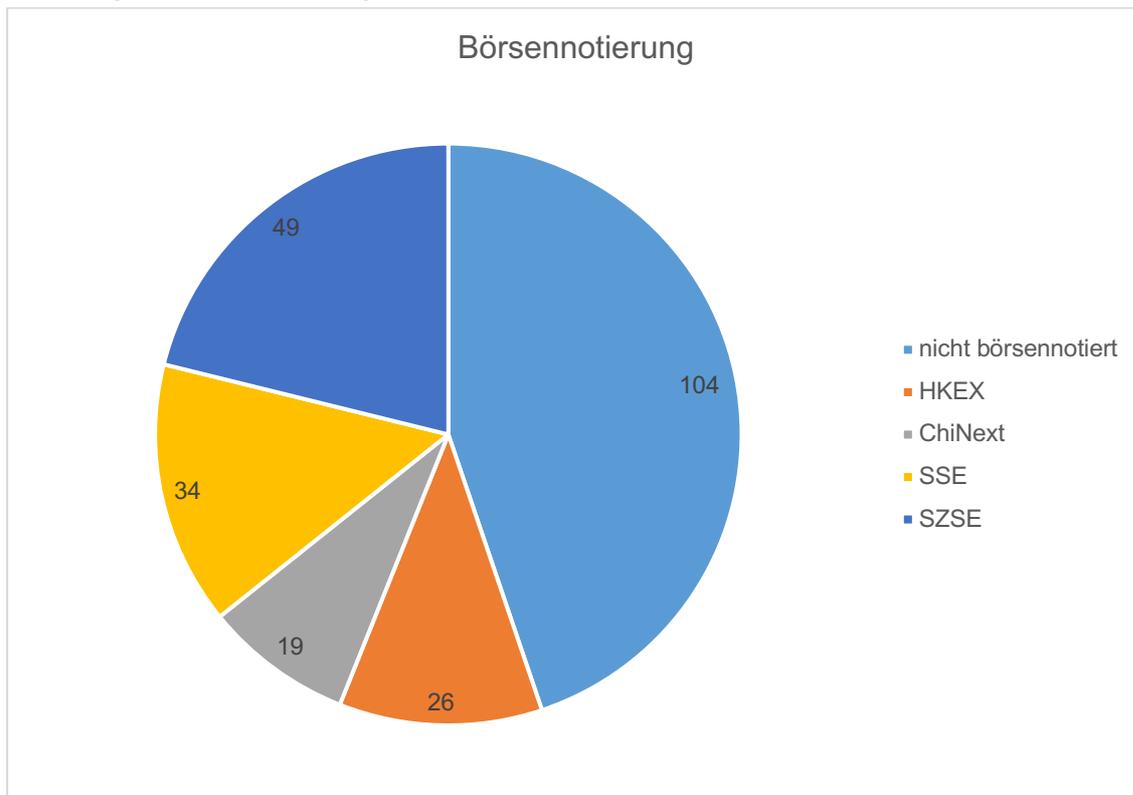
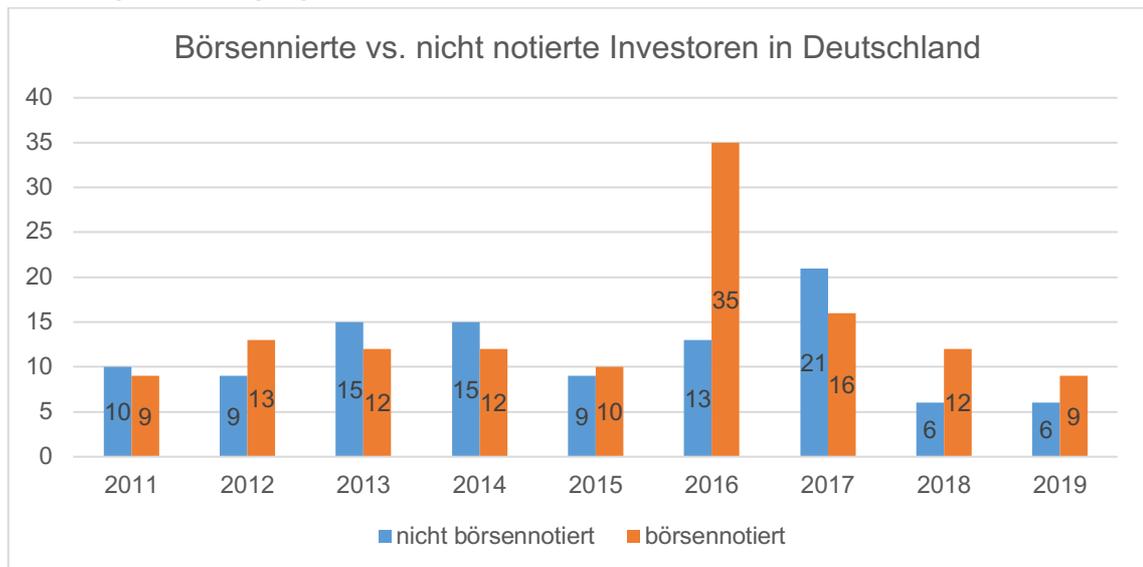


Abbildung 17 betrachtet die M&A-Aktivitäten der börsennotierten und nicht börsennotierten chinesischen Investoren separat und kommt zu zwei interessanten Beobachtungen. Erstens: Die Firmenbeteiligungen von börsennotierten chinesischen Unternehmen in Deutschland stiegen 2016 weit über das Durchschnittsniveau bis dahin. Der große Anstieg im Jahr 2016 war überwiegend auf die börsennotierten Investoren zurückzuführen. Bei den nicht börsennotierten chinesischen Investoren hingegen war im selben Jahr keine nennenswerte Änderung festzustellen. Zweitens: Die Entwicklung im Jahr 2017 war genau anders. Bei den börsennotierten Unternehmen folgte einem starken Anstieg ein scharfer Rückgang. Die Beteiligungsaktivitäten schrumpften um ungefähr die Hälfte. Die Schwankung war größer als die der nicht börsennotierten Investoren.

Abbildung 17: Beteiligungsfälle börsennotierter und nicht börsennotierter Investoren



5.3 Weiterführende Fragen

Die oben vorgestellten Ergebnisse führen zu folgenden Vermutungen:

Der Anteil der Übernahmen von staatlich kontrollierten Investoren ist nicht hoch, und der von zentralstaatlichen Investoren beträgt nur 12,5 %. Ein großer Teil der Übernahmen wird von privaten Unternehmen durchgeführt. Wenn Industrie- oder geopolitische Richtlinien der Hauptgrund für die Übernahmen wären, müsste es einen kausalen Zusammenhang zwischen der politischen Kursrichtung und den Übernahmeentscheidungen geben, den wir noch nicht vollständig verstanden haben. Im Gegensatz zu den zentralstaatlichen Unternehmen kann die Parteiführung ihre Richtlinien nicht direkt auf lokalstaatliche Unternehmen und private Unternehmen anwenden.

Wie ist dieser sprunghafte Anstieg um das Jahr 2016, der von kurzer Dauer war, zu erklären? Im Juli 2017 hat die Bundesregierung durch Änderung der Außenwirtschaftsverordnung ihre Befugnisse und das Verfahren bei der Prüfung von Unternehmensübernahmen durch ausländische Investoren erweitert (Bundesregierung, 2017). Davor war der einschlägige gesetzliche Rahmen in Deutschland für Investoren außerhalb der EU seit mehreren Jahren unverändert. Wesentliche Änderungen auf der Seite Deutschlands können ausgeschlossen werden. Bedenkt man, dass die grenzüberschreitenden Unternehmensbeteiligungen in der Regel eine Vorlaufzeit von ein bis zwei Jahren benötigen, müsste die Ursache des Anstiegs entsprechend ein bis zwei Jahre früher lokalisiert sein.

Einen Hinweis für die Ursache gibt die Börsennotierung. Im Jahr 2016, als die Zahl der Übernahmen sprunghaft anstieg, war der Anteil der börsennotierten Unternehmen

unter den Investoren besonders hoch. In diesem Jahr führten 28 börsennotierte Unternehmen 35 Übernahmen in Deutschland durch. Aus den Geschäftsberichten dieser 28 Unternehmen ergibt sich, dass alle bis auf drei über den Aktienmarkt zusätzliche Finanzierungsmittel erhalten hatten. Bei 18 dieser Unternehmen lag der Zeitpunkt der Finanzierung weniger als zwei Jahre vor oder unmittelbar nach der Übernahme in Deutschland.

Wie haben diese Unternehmen über den Aktienmarkt Finanzierungsmittel erhalten? Wer waren an ihren Kapitalerhöhungen beteiligt? Handelt es sich um eine gezielte Finanzierungspolitik zugunsten der Auslandsinvestitionen? Beim Versuch, diese Fragen zu beantworten, stelle ich fest, dass die Antworten weitaus komplexer sind, als es auf den ersten Blick erscheint. Wenn man den Ursprung der Finanzierung zurückverfolgt, stößt man auf das chinesische Schattenbanksystem und chinesische Banken. Der chinesische Finanzsektor erlebte ab 2009 großen Veränderungen, teils nach dem alten Muster wie vor der großen Bankensanierung Anfang der 2000er Jahre und teils mit neuen Erscheinungen auf dem Aktienmarkt. Das nächste Kapitel stellt diese Veränderungen detailliert und chronologisch vor.

6 Der chinesische Finanzsektor nach dem Vier-Billionen-Konjunkturpaket

Für Kenner der chinesischen Finanzgeschichte dürften einige Ereignisse nach 2008 bekannt vorkommen. Es scheint, als ob der Konflikt um die Kontrolle der Kreditschöpfung zwischen der Zentralregierung und den lokalen Machthabern aus den 1980er und 1990er Jahren erneut aufgeflammt ist. Bereits damals diskutierten Ökonomen intensiv die Probleme der Soft Budget Constraints und des Investitionshungers – damals meist im Rahmen der Transformationsökonomien.

Doch 30 Jahre später ist Chinas Finanzsektor nicht mehr mit dem damaligen Zustand zu vergleichen. In der Finanzindustrie sind viele neue Finanzinstitute entstanden, die es früher nicht gab. Die finanzpolitischen Verantwortlichen in der Zentralregierung, die sich versiert moderne Finanztheorien bedienen, unterscheiden sich grundlegend von ihren Vorgängern aus der Planwirtschaft. Sowohl die Akteure als auch die Regulierer haben sich an marktorientierte Praktiken gewöhnt. Die Wirtschaftsreform hat Menschen und Institutionen verändert. Was geschieht, wenn China, das keine Transformationswirtschaft mehr ist und keine sog. Reformist-versus-Conservative-Debatte mehr führt, erneut in eine ähnliche Kreditkrise wie in den 1980er Jahren gerät?

Diese jüngere Vergangenheit des chinesischen Finanzsektors ist, abgesehen von den Untersuchungen über das Shadow Banking, noch nicht ausreichend erforscht worden. Um mehr Einzelheiten zu beleuchten, habe ich umfangreiche Recherchen im Zeitschriften- und Nachrichtenarchiv der Caixin Media Group durchgeführt und zahlreiche Schilderungen von Insidern aus dem chinesischen Finanzsektor herangezogen. Diese detaillierten Materialien bilden die Grundlage dieses Kapitels.

6.1 Schattenbanken

6.1.1 Vier-Billionen-Konjunkturpaket und der fiskalpolitische Wendepunkt

Im Jahr 2008 verlor China in Folge der globalen Wirtschaftskrise Exporte im Wert von 3 Bill. Yuan, was etwa 9 % des Bruttoinlandsprodukts ausmachte. Laut einer internen Untersuchung der People's Bank of China (PBOC), sanken in Wenzhou, einer stark exportabhängigen Küstenstadt, die Unternehmensgewinne im letzten Quartal 2008 durchschnittlich um 50 %. Bis März 2009 betrug der Rückgang 60 %, was die lokalen Unternehmen zwang, 10 % ihrer Belegschaft zu entlassen (Dikötter, 2022: chap.10 note 1).

Im November 2008 entschied das Politbüro, dass China eine lockere Finanz- und Geldpolitik zur Ankurbelung der Wirtschaft verfolgen wird. Ein Konjunkturpaket von staatlichen Investitionen im Umfang von 4 Bill. Yuan wurde am 5. November 2008 angekündigt (people.cn, 2009). Diese Entscheidung gab dem Konjunkturprogramm den Namen "Vier-Billionen-Paket".

Die Parteispitze beabsichtigte, mit den 4 Bill. Yuan zusätzlichen Investitionen die Verluste von 3 Bill. im Export auszugleichen. 1 Billion sollten aus dem zentralen Haushalt kommen, während 3 Billionen von den lokalen Regierungen selbst finanziert werden mussten (Zhong, 2024). Natürlich wissen wir im Nachhinein, dass die tatsächlichen Investitionen der verschiedenen Regierungsebenen weit über vier Bill. Yuan hinausgingen. Ein leichter angepasster Konjunkturplan wurde im März 2009 nach formalen Diskussionen im Nationalen Volkskongress verabschiedet (Bell and Feng, 2013: 203). Laut einem Bericht im Wall Street Journal äußerte die PBOC Bedenken hinsichtlich der inflationären Auswirkungen des Konjunkturprogramms, doch ihre Ansichten wurden beiseitegeschoben (Davis, 2011).

Am 18. März 2009 setzte die PBOC die Entscheidung des Politbüros um und veröffentlichte die „Guiding Opinions on Further Strengthening Credit Structure Adjustment to Promote Steady and Rapid Economic Development“²² (Document No. 92 [2009]). Dieses Dokument hob praktisch vorübergehend die Kreditmengenregulierung auf, die von chinesischen Banken bis dahin streng eingehalten werden mussten. Gleichzeitig wurden die Banken aufgefordert, die lokalen Regierungen bei der Einrichtung von Investitions- und Finanzierungsplattformen zu unterstützen. Die Literatur beschreibt die ungezügelte Kreditvergabe im Jahr 2009 mit Begriffen wie „massive credit expansion“, „financial excess“ und „ganz erhebliche Volumina“.

"As the stimulus plan was highly politicized, state banks felt compelled to issue credits for projects listed in the investment plan with an implicit assurance that they would not be held accountable for the potential bad debts resulting from the massive credit expansion." (Bell und Feng, 2013: 205)

"It is common wisdom in China that once the window of opportunity is open, it is open for only the briefest of moments and the wise person will grab all that is possible of whatever is on offer. It is also common wisdom that when the Party takes the responsibility, the regulators will sit silently on the sidelines. Thus, in

²² Bei den chinesischen amtlichen Normen verwende ich die offizielle englische Übersetzung, sofern sie vorhanden ist. Bei der Bezeichnung der meisten chinesischen Ministerien, Kommissionen und Behörden benutze ich ebenfalls überwiegend die englische Übersetzung, damit die Zuordnung in der akademischen Literatur, die meistens in der englischen Sprache veröffentlicht wird, leicht ist.

2009 and 2010, conditions were perfect for local governments to do all in their power to raise funds, with little possibility of their being blamed for financial excess." (Walter und Howie, 2012: 135)

Die Gründung von sogenannten local investment vehicles „beschleunigte sich rapide nach der weltweiten Finanzkrise 2008, als die Zentralregierung ein umfängliches Stimulierungsprogramm für die Wirtschaft auflegte, den Kredithahn weit öffnete und besonders Infrastrukturinvestitionen förderte. Solche Investmentgesellschaften finanzieren lokale Infrastruktur-Investitionen beispielsweise nach einem Quasi-PPP-Modell; ihre Kreditwürdigkeit hängt aber wesentlich davon ab, dass letzten Endes der lokale Staat die Garantien gibt. Hier geht es um ganz erhebliche Volumina..." (Herrmann-Pillath, 2015: 186)

Laut Berechnungen der PBOC betrug im Januar 2009 das neu vergebene Kreditvolumen bereits 1,62 Bill. Yuan, im Februar stiegen die Kredite um 1,07 Bill. Yuan, und im März um weitere 1,89 Bill.. Die monatlichen Kreditvolumina wurden zu einem beliebten Ratespiel in der Finanzwelt (Wen, 2010a). Diese Anekdote spiegelt die damalige Stimmung gut wider: Einerseits hatten selbst Brancheninsider eine derartige Entwicklung nicht vorhergesehen, andererseits waren alle gespannt darauf, wie sie davon profitieren könnten. Schließlich erreichte das gesamte Kreditvolumen für das Jahr 9,59 Bill. Yuan. Die vier großen zentralstaatlichen Geschäftsbanken, die etwa die Hälfte der gesamten Kreditvergabe ausmachten – Bank of China, Bank of Communications, Industrial and Commercial Bank of China und China Construction Bank – steigerten ihre Kredite im Vergleich zu 2008 um 49 %, 38 %, 25 % bzw. 22 % (Yang, 2016: 91).

Das Jahr 2009 war ein wichtiger Wendepunkt in der Fiskalpolitik seit der Fiskalreform um 1994. Während Zhu Rongji Premierminister war, bemühte sich die Zentralregierung, die starke Verschuldungs- und Investitionsneigung der lokalen Regierungen zu begrenzen (He, 1998: chap. 8, 9; Wong und Bird, 2008: 433f.). Das 1994 vom Staatsrat erlassene Haushaltsgesetz verbot ausdrücklich, dass lokale Regierungen Anleihen ausgeben durften. Anfang 2009 kam die Nationale Volkskongress in der Entscheidungseile nicht dazu, das Haushaltsgesetz zu revidieren. Stattdessen ermöglichte das Finanzministerium durch die Genehmigung der Gründung von lokalen Finanzierungsgesellschaften (difang rongzi pingtai oder local investment vehicles) eine indirekte Erlaubnis für lokale Regierungen, sich massiv zu verschulden.

Diese Finanzierungsgesellschaften werden typischerweise als Stadtentwicklungsgesellschaften (chengtou gongsi) bezeichnet und sind hundertprozentige Tochtergesellschaften der lokalen Regierungen. Ihre Hauptaktiva sind von der Regierung zugewiesene Landnutzungsrechte. Mit diesen Aktiva als

Sicherheit und der Kreditwürdigkeit der Regierung als Garantie leihen sie sich Geld von Geschäftsbanken oder geben Anleihen aus. Ende 2008 gab es landesweit nur etwas mehr als 3.000 dieser Stadtentwicklungsgesellschaften, Ende 2009 stieg die Zahl auf über 8.000 und Ende 2010 weiter auf über 10.000. Rückblickend überstieg die Kapitalbeschaffung, die diese lokalen Finanzierungsgesellschaften mobilisiert haben, bei weitem die ursprünglich von der Parteiführung geplanten 3 Bill. Yuan. (Team Sao Lei, 2018; Zhong, 2024)

Die von Stadtentwicklungsgesellschaften am Anleihemarkt ausgegebenen Anleihen führten zur Entstehung einer neuen Anleihekategorie in China. „China's municipal bond market was born.“ (Walter und Howie, 2012: 135ff.) Anfang 2009 emittierte noch das Finanzministerium als Vertreter der lokalen Stadtentwicklungsgesellschaften Anleihen im Wert von 200 Mrd. Yuan (30 Mrd. US-Dollar). Später durften die letzteren von der NDRC genehmigte Unternehmensanleihen (qiye zhai) ausgeben. Im Jahr 2009 belief sich das durch diese provinziellen, kommunalen und bezirklichen Gesellschaften an den Anleihemärkten aufgebrachte Kapital auf fast 650 Mrd. Yuan (95 Mrd. US-Dollar).

Stadtentwicklungsanleihen sind der transparenteste Teil der lokalen Regierungsverschuldung, aber auch nur ein kleiner Teil davon. Die Auswertung der Anleiheemissionen durch lokale regierungseigene Gesellschaften zeigt eine sehr ungleiche regionale Verteilung. „[F]ully 66 percent of local government issuers and 76 percent of all money raised came from China's richest locations: Greater Shanghai, Beijing, and Guangdong.“ (Walter und Howie, 2012: 138) Die lokalen Regierungen in Zentral- und Westchina erfüllen oft nicht die grundlegenden Anforderungen für die Emission von Anleihen auf dem Markt. Die Finanzierungsgesellschaften in diesen Gebietskörperschaften sind auf Bankkredite angewiesen.

Jeder, der die Geschichte des chinesischen Bankwesens in der Reform- und Öffnungsphase kennt, konnte damals sofort vorhersagen, was dieses Ausmaß und die Geschwindigkeit des Kreditwachstums bedeuten würden. Es war geradezu eine Wiederholung der Geschichte. Neben den Altlasten an notleidenden Krediten aus den 1990er Jahren mussten die Banken bald auch mit neuen faulen Krediten rechnen (Walter und Howie, 2012: 123).

Von 1999 bis 2005 trennten die vier großen zentralstaatlichen Geschäftsbanken und die China Development Bank in drei Phasen ausfallgefährdete Vermögenswerte im Buchwert von etwa 2,4 Bill. Yuan ab. Um diese Vermögenswerte zu übernehmen, wurden speziell vier große Asset Management Companies gegründet. Bis Ende 2007 konnten lediglich 211 Mrd. Yuan in bar zurückgewonnen werden. (Liu, 2014: 178) Eine detaillierte Erklärung darüber, wie der Zentralstaat (die PBOC und das Finanzministerium) in dieser Zeit die Banken rekapitalisierte, wie die Banken restrukturiert wurden und wie sie anschließend in Shanghai und Hongkong an die

Börse gebracht wurden, kann bei (Walter und Howie, 2012: chap. 3, 7) nachgelesen werden.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2009 begannen die PBOC und die China Banking Regulatory Commission (CBRC), die Bankkredite durch drastische Maßnahmen zur Mengen- und Risikokontrolle einzudämmen. Wie der damalige CBRC-Vorsitzende Liu Mingkang sagte, „Die CBRC hat den Alarm ausgelöst“ (Liu, 2010). Im November erhöhte die CBRC die Mindestanforderungen an die Kapitaladäquanzquote der Banken. Für kleine und mittlere Banken wurde diese von ursprünglich 8 % auf 10 % angehoben, während große Banken 11 % erreichen mussten.²³ Gleichzeitig durfte die Kernkapitalquote nicht unter 7 % fallen (Wen, 2010a). Das im *Law on Commercial Banks* vorgegebene Verhältnis von Einlagen zu Krediten, das 75 % nicht überschreiten darf (Law of the People's Republic of China on Commercial Banks, 1995, § 39), wurde ebenfalls wieder streng durchgesetzt.

Durch diese Kennzahlen hofften die PBOC und die CBRC, sicherzustellen, dass jede Bank nur so viele Kredite vergibt, wie es das Limit ihres Eigenkapitals und ihrer Einlagen erlaubt. Es waren erst wenige Jahre vergangen, seit das Bankensystem vom Rande des Bankrotts gerettet wurde. Es sollte nicht so schnell wieder in alte Muster zurückfallen. Dieser Hoffnung wurde natürlich letztendlich nicht erfüllt. Die Banken verstießen nicht offen gegen die Vorgaben der CBRC und strebten in den Überprüfungen danach, die Anforderungen zu erfüllen. Doch hinter den Kulissen wurden die Kredite weiterhin auf anderem Wege vergeben. Dieser Weg war das Schattenbankensystem.

6.1.2 Schattenbanken mit den Wealth Management Products vor 2009

Das Thema dieser Arbeit ist nicht Chinas Schattenbanken. Dennoch muss ich einige Abschnitte darauf verwenden, sie zu erläutern, da das Verständnis der Funktionsweise der Schattenbanken entscheidend für die Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung Chinas nach 2008 ist. Es kann ohne Übertreibung festgestellt werden, dass alle Finanzinstitute in China, sei es staatlich oder privat, legal oder illegal, Teil des Schattenbankensystems geworden sind. Ohne eine Analyse der Schattenbanken ist es schwierig zu verstehen, wie chinesische Unternehmen nach 2008 ihre Finanzierung

²³ Große Banken umfassen die Industrial and Commercial Bank of China, die Agricultural Bank of China, die China Construction Bank, die Bank of China, die Bank of Communications und andere nationale Banken mit zentralstaatlichen Anteilseignern. Kleine und mittlere Banken umfassen städtische Geschäftsbanken, ländliche Geschäftsbanken und ländliche Kreditgenossenschaften mit lokalstaatlichen Anteilseignern.

organisiert haben und woher die Mittel für die zahlreichen Übernahmen chinesischer Unternehmen im Ausland stammen.

Die Entstehung der Schattenbanken hängt eng mit einer bestimmten Finanzanlage der Banken zusammen – die sog. „licai“-Produkte. Die von Geschäftsbanken verkauften „licai“-Produkte sind eine für China spezifische Finanzanlage. Der Begriff „licai“ bedeutet wörtlich „Vermögensverwaltung“, weshalb in englischsprachigen Publikationen häufig die Übersetzung „Wealth Management Products (WMPs)“ verwendet wird.

In den Augen der Bankkunden handelt es sich bei den WMPs um eine kurzfristige Einlage mit einem Mindestanlagebetrag von 50.000 RMB. Jede Person oder jedes Unternehmen mit einem Bankkonto kann in den Bankfilialen oder über das Online-Banking WMPs erwerben. Der Kunde entscheidet über den gewünschten Anlagebetrag und wählt eine Laufzeit von 3, 6, 9 oder 12 Monaten. Die längste Laufzeit eines WMP beträgt 2 Jahre, aber die meisten haben eine Laufzeit von weniger als einem Jahr. Anschließend füllt er ein einfaches Formular aus, um den Kauf abzuschließen. Beim Kauf weiß der Kunde bereits, wie viel Zinsen er am Fälligkeitstag erhalten wird. Die von der Bank für WMPs angebotenen Zinsen sind unter allen Umständen höher als die gleichzeitigen Einlagenzinsen. Am Fälligkeitstag erhält der Kunde das Kapital plus die Zinsen zurück. Die meisten Kunden reinvestieren diesen Betrag sofort in das nächste WMP und kaufen so kontinuierlich neue WMPs.

Handelt es sich hierbei um eine Festgeldanlage? Nein. Aus rechtlicher Sicht sind die WMPs keine Einlagen, weshalb sie auch nicht durch die Einlagensicherung und das Eigenkapital der Bank geschützt sind. Das Wort „licai“ impliziert bereits, dass es sich um eine Treuhandbeziehung handelt. Der Kunde vertraut der Bank seine Geldmittel an, die Bank verwendet diese Geldmittel für Investitionen und Finanzierungen und wandelt die Vermögenswerte schließlich wieder in Geldmittel um, die an den Kunden zurückgegeben werden. Die Bank verwaltet (li) lediglich das Vermögen des Kunden (cai).

Im Jahr 2004 erfand die mittelgroße zentralstaatliche Bank China Everbright Bank das Konzept der „licai“-Produkte. Sie brachten für Privatkunden ein Finanzprodukt namens „Sunshine WMP Plan B“ auf den Markt. Die China Everbright Bank versprach bei der Vermarktung, dass die Rendite des „Sunshine WMP Plan B“ höher als die Einlagenzinsen sein würde. Nach der Einführung erfreute sich das Produkt großer Beliebtheit bei den Kunden (Liu, 2019). Andere Banken folgten diesem Beispiel schnell. In diesem Jahr entstand das WMP-Konzept von Grund auf, und bis Ende des Jahres erreichte das Verkaufsvolumen bereits etwa 50 Mrd. RMB (Tan; Li et al., 2017: 1.2.1). Alle Banken, die WMPs ausgaben, garantierten den Kunden, dass sie nach Ablauf einer festen Laufzeit ihr investiertes Kapital und die erwartete Rendite

zurückerhalten würden, also null Risiko und feste Rendite. In den Augen der Kunden, was anderes als Einlagen könnte das sein?

Warum konnten die Banken solche Garantien abgeben? Weil die chinesische Regierung die Zinsdifferenz der Banken garantierte. Im Januar 2004 hob die PBOC das Obergrenzenlimit für Kreditzinsen von Geschäftsbanken auf, legte jedoch weiterhin die Schwankungsbreite für Einlagenzinsen fest. Zwischen den Kreditzinsen und den Einlagenzinsen bestand ein Mindestunterschied von 3%. Gleichzeitig stellte das Finanzministerium sicher, dass die von Banken auf dem Interbanken-Anleihemarkt erzielten festen Renditen für Staatsanleihen geringfügig höher waren als die Einlagenzinsen (Walter und Howie, 2012: 194f.). Unter der Voraussetzung, dass die Gewinnmarge der Banken gesichert war, wandelten die China Everbright Bank und andere Banken einen Teil der Zinsdifferenz, die sie auf dem Anleihemarkt erzielten, in Zinsen für WMPs um. Ihr Motiv dabei war es, mehr Kapital anzuziehen. Die Aufhebung des Kreditzinsobergrenzen zu Beginn des Jahres 2004 verstärkte den Wettbewerb um Kreditzinsen zwischen den Banken. Je mehr Kapital eine Bank durch WMPs anziehen konnte, desto mehr zusätzliche Kredite konnte sie vergeben. Für das Wachstum der WMPs gab es damals keinerlei regulatorische Beschränkungen (Tan et al., 2017: Kap. 1.2.3).

Aus Kundensicht bedeutete das Sparen im Jahr 2004 einen Verlust, da Bankeinlagen die damalige Inflation nicht ausgleichen konnten (Tan et al., 2017: 1.1.1). In China sind die Möglichkeiten für Privatpersonen, sich gegen Inflation abzusichern, sehr begrenzt. Der grenzüberschreitende Kapitalfluss unterliegt Kapitalverkehrskontrollen, und im Inland können nur Aktien als Wertpapiere gekauft werden. Darüber hinaus kann man noch Immobilien kaufen. Der Kauf von Aktien bzw. Aktienfondsanteilen birgt ein hohes Risiko, während der Kauf von Immobilien eine große Menge an Kapital erfordert und durch verschiedene Vorschriften eingeschränkt ist. Für viele Kunden, die WMPs kauften, war dies die einzige Möglichkeit, ihre Ersparnisse vor der Erosion durch Inflation zu schützen. Es ist daher leicht zu verstehen, warum Bank-WMPs in China bei ihrer Einführung so beliebt waren und sich schnell ausbreiteten (Li, 2014).

Warum wird WMP als shadow banking angesehen? Bei den grundlegenden Bankgeschäften – Einlagen und Krediten – besteht ein Missverhältnis zwischen Aktiva und Passiva. Die Einleger haben kein Recht, die Bank zur Rechenschaft zu ziehen, welche Geschäfte mit ihren Einlagen getätigt werden, aber sie tragen auch nicht das Investitionsrisiko. Die Banken verdienen die Zinsdifferenz zwischen Aktiva und Passiva und tragen gleichzeitig das Investitionsrisiko. Bankähnliche Kreditvermittlung verwandelt liquide kurzfristige und sichere Einlagen in weniger liquide langfristige und riskante Kredite (Ehlers; Kong et al., 2018: 8). Genauso besteht das Liquiditätsmismatch bei WMPs mit einer de facto Rückzahlungspflicht der Bank.

In der allgemeinen Erwartung der chinesischen Gesellschaft sind die Banken staatlich, und hinter den Banken steht die Regierung, deren Kreditwürdigkeit als Garantie der Bank angesehen wird. In einem wettbewerbsorientierten Umfeld haben Banken einen Anreiz, solche Erwartungshaltung stillschweigend zu fördern. Diese verbreitete Erwartung ist so stark, dass jede Handlung, die ihr widerspricht, möglicherweise heftige Proteste auslösen könnte (Li und Shen, 2012). Staatsbanken, die monopolartig Zugang zu Finanzressourcen haben und keine Angst vor dem Bankrott haben müssen, scheinen kein Risiko eingehen zu wollen, das zu Unruhen führen könnte. Obwohl WMPs keine Bankgeschäfte sind, folgen sie vollständig der Logik des Bankgeschäfts.

Vor 2009 entwickelten sich WMPs zwar schnell, waren jedoch im Vergleich zur Größe der Banken nur ein kleiner, unbedeutender Randbereich. Das von den Banken eingegangene Risiko war ebenfalls begrenzt. Dies änderte sich nach 2009 (Tan et al., 2017: 1.1.2).

6.1.3 Verschachtelte Transaktionsstruktur der WMPs zur verdeckten Kreditvergabe nach 2009

Die Banken hatten im Jahr 2009 widersprüchliche Signale aus der Führungsebene des Staates. Ende 2008 lautete der Tenor, die Konjunkturpolitik der Parteiführung zügig umzusetzen, so dass die Banken begonnen haben, leichtfertig Kredite zu vergeben. Ab Ende 2009 forderten die PBOC und die CBRC jedoch die Banken auf, die Kreditvergabe zu verlangsamen und das Kreditvolumen zu begrenzen. Doch die größten Kreditnehmer der Banken – die lokalen Regierungen – hatten bereits das kurze Zeitfenster im Jahr 2009 genutzt, um enorme Bankkredite zu erhalten, mit denen eine Vielzahl von Infrastrukturprojekten in Rekordgeschwindigkeit gestartet wurde.

Viele dieser Projekte, wie zum Beispiel Autobahnen, benötigen Jahre bis zur Fertigstellung oder Jahre, um einen positiven Cashflow zu generieren, wie etwa die Errichtung von Industrieparks. Die Kredite von 2009 deckten lediglich die erste Finanzierungsphase ab; da die Projekte noch nicht abgeschlossen sind, besteht ein dringender Bedarf an weiterer Finanzierung. Wenn die Banken die Kredite für die zweite oder dritte Phase verweigern würden, käme es zu massenhaften Projektabbrüchen. Dies würde die Banken zwingen, Rückstellungen für faule Kredite zu bilden und Ausfallverluste zu tragen. Daher wollten die Banken in den Jahren nach 2009 weiterhin Kredite für bereits begonnene mittel- bis langfristige Projekte bereitstellen.

Neben der Scheu vor „versunkenen Kosten“ wurden die Banken auch von der Aussicht auf Gewinne angetrieben. Die Finanzierungsgesellschaften der lokalen Regierungen waren bereit, vergleichsweise hohe Zinsen zu zahlen. Die lokalen Führungskräfte legten mehr Wert auf die kurzfristigen wirtschaftlichen Wachstumseffekte der

Investitionen und kümmerten sich erstmal weniger um spätere Rückzahlungsprobleme. Solche Kredite waren für die Banken oft profitabler und die Kreditnehmer hatten zudem die implizite Kreditgarantie der Regierung im Rücken (Liu, 2014: 198). Die Banken hatten somit einen starken Anreiz, Kredite an Gesellschaften mit dem lokalstaatlichen Hintergrund zu vergeben. In diesem Kontext kann dies auch als eine rationale Wahl der Banken angesehen werden.

Um weiterhin Kredite vergeben zu können und gleichzeitig regulatorische Standards zu erfüllen, nutzten die Banken WMPs. Da WMPs vertraglich als Vermögensverwaltung definiert sind, liegt das Risiko nominell auf der Seite des Kunden, und es gibt nominell keine Gewährleistung von Erträgen oder Sicherheit des Kapitals durch die Bank. Daher mussten die durch die WMPs gesammelten Gelder in der Buchhaltung der Banken nicht in der Bilanz erfasst werden. Als außerbilanzielle Vermögenswerte mussten die WMPs nicht die Kapitaladäquanzanforderungen erfüllen und unterliegen auch nicht den Beschränkungen des Kredit-zu-Einlagen-Verhältnisses. Es ist quasi wie eine Bank, nur „mit mehr Privilegien als eine reguläre Bank“ (Tan et al., 2017: 1.3.1, 1.2.3).

Banken allein können die verdeckte oder getarnte Kreditvergabe durch die WMPs nicht durchführen; sie benötigen dazu weitere Finanzinstitute. Aus Sicht der Transaktionsstruktur müssen Banken mit den Geldern aus WMPs ein investierbares Finanzasset erwerben, um die außerbilanziellen Operationen zu vervollständigen. Zunächst gestaltet ein Nichtbank-Finanzinstitut eine Finanzierungsoperation wie z.B. einen Treuhandkredit oder eine Aktienbeteiligung vertraglich in ein investierbares Finanzasset um. Anschließend kauft die Bank dieses Asset mit den Mitteln aus dem Verkauf von WMPs an die Bankkunden. Letztendlich gelangt das Geld durch diese Transaktionsstruktur in die Hände des tatsächlichen Finanzierungsnehmers.

Im Vergleich zu einem gewöhnlichen Kreditvertrag sind zwischen der Bank und dem eigentlichen Finanzierungsnehmer weitere Finanzinstitute und Vertragsebenen zwischengeschaltet (Tan et al., 2017: 1.1.2). Deswegen nennt die chinesische Finanzwelt diese Transaktionsstruktur als Channeling-Geschäft. Das Geld fließt durch den „Kanal“, der von den Nichtbank-Finanzinstituten eingerichtet wird, von der Bank zu dem wahren Kreditnehmer. Das Channeling-Geschäft dient dazu, die wahren Kreditnehmer zu verschleiern – Sektoren wie die Immobilienbranche, Branchen mit Überkapazitäten und lokale Regierungsfinanzierungsplattformen, die nach dem Regulierungsansatz des Staatsrats nur eingeschränkten Zugang zu Bankkrediten haben sollten (Liu, 2014: 197).

Unter den verschiedenen Nichtbank-Finanzinstituten waren es zuerst die Trust Companies²⁴, die mit Banken zusammenarbeiteten, um das Channeling-Geschäft zu entwickeln. Trust Companies sind diejenigen Finanzinstitute, die Banken am ähnlichsten sind. Laut Investmentbankern wie Wang Shiyu oder Zhang Huaqiao sind Chinas Trust Companies quasi Banken in anderer Gestalt, wenn man davon absieht, dass sie keine Einlagen annehmen können (Wang, 2013: 4.8; Zhang, 2013a: Kap.7). Die erste Trust Company in der Reform- und Öffnungsperiode war die China International Trust Investment Corporation (CITIC), deren Gründung von Deng Xiaoping direkt autorisiert wurde. In den 1980er Jahren ahmten die lokalen Regierungen das Modell der CITIC nach und gründeten überall im Land ihre eigenen Investment Trust Companies. Die Funktion dieser Trust Companies bestand darin, das damalige Mangelware Nummer Eins – Kapital – zu beschaffen. Zum Beispiel organisierte die Shanghai Investment Trust Company 1983 eine Auslandsanleiheemission für ein lokales Industriegroßprojekt, beantragte 1989 ein Darlehen bei der Asiatischen Entwicklungsbank und gründete 1990 gemeinsam mit ausländischen Banken einen Stadtentwicklungsfonds (Yu, 2009: 188ff.). Ihre Tätigkeiten waren vergleichbar mit den Aufgaben der späteren Finanzierungsplattformen der lokalen Regierungen.

Trust Companies unterliegen nicht den Beschränkungen durch das Gesetz über Geschäftsbanken und die verschiedenen Vorgaben der PBOC, wie es bei Banken der Fall ist. Vor 2012 gab es für die Gründung einer Trust Company zwar eine Mindestanforderung an das Stammkapital (100 Mio. Yuan), jedoch gab es keine Anforderungen an das Nettokapital (Feng, 2010). Mit anderen Worten, eine Trust Company mit einem Stammkapital von 100 Mio. Yuan konnte Geschäftstätigkeit von Hunderten von Milliarden Yuan entwickeln, ohne dass die Größe ihres Nettovermögens mit der Bilanzsumme verknüpft war.

In der Bank-Trust-Kooperation sind die Banken der dominanter Partner (Fang und Zhang, 2010). Bankmanager suchen Trust Companies ihres Vertrauens für das Channeling-Geschäft aus. Die Trust Companies erheben von den Banken eine sog. Channeling-Gebühr, die in der Regel 0,5 % bis 1 % des Wertes des Asset-Pakets (des Trust-Plans) beträgt. Im Jahr 2009 wurde das Channeling-Geschäft zu dem wichtigsten Geschäftsbereich der Trust-Branche. Anfang 2010 wurde geschätzt, dass der Anteil der gesamten Assets aus der Bank-Trust-Kooperation fast 60 % des gesamten Geschäftsvolumen der Trust Companies ausmachte. Die Banken nutzten die Bank-Trust-Kooperation, um das wahre Kreditvolumen in ihrer Bilanz zu verbergen. Durch

²⁴ Ich verwende die englischen Bezeichnungen dieser und weiterer chinesischer Finanzinstitute, so wie sie in ihren offiziellen Dokumenten angegeben sind. Eine deutsche Übersetzung würde leicht zu Missverständnissen führen, da eine chinesische Trust Company und eine deutsche Treuhandgesellschaft nicht viel gemeinsam haben.

die buchhalterischen Tricks erschienen die Bilanzen der Banken, den Anforderungen der PBOC bei der Überprüfung zu entsprechen, doch das Kreditrisiko und das Liquiditätsrisiko verblieben weiterhin bei den Banken.

Im ersten Halbjahr 2010 erreichten die von Banken in Trust-Pläne investierten WMPs 2,6 Bill. Yuan bzw. 2,8 Bill. Yuan laut einer anderen Statistik (Zhang, 2010). Im selben Zeitraum beliefen sich die regulär vergebenen Bankkredite auf etwa 4,58 Bill. Yuan. Das bedeutet, dass mehr als die Hälfte der neuen Bankaktiva nicht von dem Risikokontrollsystem erfasst waren. Vermutlich existierte von 2009 bis 2011 kein wirklicher Überblick, wie viele Bankkredite insgesamt durch Trust Companies buchhalterisch verschleiert wurden. Erst im Januar 2011 verlangte die CBRC von den Geschäftsbanken, bis Ende 2011 alle außerbilanziellen Vermögenswerte aus der Bank-Trust-Kooperation in die Bilanzen aufzunehmen. Dadurch wurde das Wachstum der Schattenbanken in Form der Bank-Trust-Kooperationen in gewissem Maße eingedämmt.

6.1.4 Chongqing-Modell und die Bank-Trust-Kooperation

Sowohl Banken als auch Trust Companies unterstehen der Aufsicht der CBRC. Zwischen 2009 und 2011 erließ die CBRC mindestens acht Instruktionsdokumente zur Regulierung der WMPs der Banken. Vier dieser Dokumente richteten sich spezifisch an die Bank-Trust-Kooperationen (Liu, 2019). Der Grund, warum die CBRC ihre Richtlinien durch wiederholte Anweisungen Nachdruck verleihen musste, liegt darin, dass Banken und Trust Companies die Anforderungen der CBRC nicht vollständig umsetzten. Die Durchsetzungskraft der CBRC erstreckt sich hauptsächlich auf die Leitungsebene der Banken und Trust Companies. Vor der Veröffentlichung dieser Dokumente lud die CBRC in der Regel die Vorstandsvorsitzenden der wichtigsten Banken und Trust Companies zu Meetings ein, um die regulatorischen Absichten in persönlichen Gesprächen zu erläutern. Dieser Kreis der Teilnehmer besteht überwiegend aus höherrangigen Parteikadern. Laut Berichten zeigten sie sich unterstützend gegenüber den Maßnahmen der CBRC (Feng, 2010; Zhang, 2010). Doch die konsensfähigen Meetingsergebnisse wurden nicht exakt in der Praxis der Banken und Trust Companies umgesetzt.

Hinter der Bank-Trust-Kooperation steht eine mächtige Interessengemeinschaft, die die rechtswidrige Kreditvergabepraxis unterstützt. Dies ist die sogenannte „Interessenallianz der landbasierten Finanzierung“ (Ong, 2014; Tao, 2023). Nach der fiskalpolitischen Wende 2009 bildeten die lokalen Regierungen, staatliche Unternehmen und Immobilienentwickler eine Interessengemeinschaft. Die lokalen Regierungen stellen Land und Infrastruktur zur Verfügung, die Immobilienentwickler erwerben das Landnutzungsrecht, und die staatlichen Unternehmen, die in der Energie- und Rohstoffbranche dominieren, fungieren als Generalübernehmer in großen

Urbanisierungsprojekten. Die lockere Geldpolitik ist die Voraussetzung für alle Seiten. Wenn die lokalen Regierungen umfangreiche Infrastrukturprojekte vorantreiben und die Immobilienentwickler den Wohnungsbau massiv erweitern, können die großen Generalübernehmer und ihre zahlreichen Subunternehmen beachtliche Gewinne erzielen. Zukünftigen Einnahmen aus Landverkäufen verwenden die Finanzierungsplattformen der lokalen Regierungen als Sicherheiten, um von den Banken weitere Kredite aufzunehmen und noch mehr Infrastrukturprojekte zu finanzieren.

Ein in der Literatur ausführlich analysiertes Beispiel ist das Chongqing-Modell, das typisch für den Muster der landbasierten Finanzierung und die daraus resultierenden Konsequenzen ist (Liu, 2014: 171; Lu, 2021). Ab 2009 baute Chongqing ein komplexes und groß angelegtes System der Regierungsverschuldung auf. Unter der staatlichen Finanzholding Chongqing Yufu²⁵ Asset Management Company wurden acht Stadtentwicklungsgesellschaften gegründet, die in verschiedenen Bereichen tätig sind. Diese Gesellschaften wurden durch die Finanzmittel wie Chongqings Haushaltsausgaben, das Finanzausgleich der Zentralregierung für Chongqing, Landwertsteigerungen und Aktienanteile in staatlichen Unternehmen Chongqings kapitalisiert. Auf der Grundlage dieses konsolidierten Stammkapitals nutzten sie alle finanziellen Hebel, um mehr Kapital zu beschaffen.

Bis Mitte 2011 betragen die Gesamtaktiva der acht großen Stadtentwicklungsgesellschaften etwa 413,9 Mrd. Yuan, wobei die Verbindlichkeiten etwa 250 Mrd. Yuan ausmachten. Der Schlüssel zum schnellen Anstieg von Aktiva und Verbindlichkeiten war die Wertsteigerung des Landes. Durch die Nutzung dieser Landwertsteigerungen als Sicherheiten konnten sie die Banken überzeugen, kontinuierlich Kredite zur Befriedigung des steigenden Finanzierungsbedarfs bereitzustellen.

Nach den Steuerreformen und den Reformen der Staatsunternehmen, die Mitte der 1990er Jahre begannen, schien es Mitte der 2000er Jahre so, als könnten die chinesischen Banken ihren Ruf als „Geldautomaten“ für die Staatsunternehmen und lokale Regierungen ablegen (Bell und Feng, 2013: chap. 11). Die von der PBOC und der CBRC eingeführten Kreditkontrollvorgaben in dem Bankensystem führten dazu, dass das Investitionsvolumen der lokalen Regierungen durch die Haushaltsausgaben und die zukünftigen Cashflows der Investitionen begrenzt wurde.

Ab 2009 änderte sich das Finanzierungskonzept der lokalen Regierungen grundlegend (Liu, 2014: 205f.; Liu, 2021). Die lokalen Führungskräfte konzentrierten sich darauf, wie sie größere Mittel von verschiedenen Finanzinstituten mobilisieren können. Sie

²⁵ Yufu bedeutet wörtlich „Chongqing soll reich werden“.

erhöhen die Verschuldungsquote maximal, um das Investitionsvolumen zu steigern. Die Orte, die die Verschuldungsquote am stärksten erhöhen konnten, konnten im Wachstumswettbewerb die Führung übernehmen.

Der Grund, warum das Channeling-Geschäft zwischen Banken und Trust Companies boomte, und warum die Generaldirektoren der Banken und Trust Companies die Handlungen der lokalen Filialen nicht unter Kontrolle bringen konnten, liegt darin, dass jede lokale Regierung diese Praxis gutheißt und unterstützt. Das Chongqing-Modell war landesweit verbreitet bis in die kleinen Kommunalverwaltungen. Örtliche Bankfilialen und Trust Companies übten die tatsächliche Kontrolle über WMPs und die Gestaltung der Bank-Trust-Kooperationen aus (Feng, 2010). Je weiter unten in der Hierarchie, desto enger sind die Beziehungen zwischen Banken, Trust Companies und lokalen Führungskräften. Die Anordnungen der CBRC haben auf der lokalen Ebene oft nur begrenzten Einfluss. Es kam vor, dass Filialleiter sich ausredeten, keine offiziellen Benachrichtigungen erhalten zu haben, oder die Mitteilungen anders interpretiert zu haben, weil detaillierte Durchführungsbestimmungen fehlten (Zhang, 2010).

6.2 Spekulatives Kapital

6.2.1 Von der übermäßigen Kreditvergabe zur Aktienrallye

Nach 2009 trat eine deutliche Diskrepanz zwischen den Kredit- und Investitionsvolumina in den makroökonomischen Daten auf. Diese Kluft wurde mit unterschiedlichen Schätzmethode berechnet. Die Größenordnung der verschiedenen Untersuchungsergebnisse sind aber ähnlich. Laut einer internen Berechnung der CBRC zu Beginn des Jahres 2010 wurden etwa 10 % der Bankkredite von 2009, das entspricht etwa 959 Mrd. Yuan, nicht in die Realwirtschaft investiert (Wen, 2010b). Dieser Teil wurde von der CBRC als „übermäßige Kreditvergabe“ bezeichnet.

Eine weitere Berechnung stammt vom Research-Team der Credit Suisse Securities China und basiert auf dem Vergleich zwischen dem Zuwachs neuer langfristiger Unternehmenskrediten und den Kreditquellen der Investitionen in Anlagevermögen. Theoretisch sollten die von Banken an Unternehmen vergebenen langfristigen Kredite hauptsächlich für Investitionen in Anlagevermögen, wie Industrieausrüstung oder Infrastrukturprojekte, verwendet werden. Daher sollte der jährliche Zuwachs dieser Kredite ungefähr dem Gesamtbetrag der kreditfinanzierten Investitionen in Anlagevermögen des jeweiligen Jahres entsprechen. Vor 2009 stimmten diese beiden Zahlen weitgehend überein. Nach 2009 jedoch überstieg der Zuwachs an langfristigen Unternehmenskrediten die kreditfinanzierte Investition in Anlagevermögen bei weitem. Im Jahr 2009 betrug die Differenz zwischen diesen beiden Zahlen 1,393 Bill. Yuan. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2010 erreichte die Differenz 1,1857 Bill. Yuan

(Chen, 2011). Für das Research-Team der Credit Suisse Securities China war diese Summe „Hot Money“.

Es gibt mindestens zwei Gründe, die erklären können, warum nicht sämtliche Kreditsummen in realwirtschaftliche Projekte investiert wurden. Erstens: Die Unternehmen, die die Kredite erhalten haben, sind nicht bereit, in die Realwirtschaft zu investieren. Zweitens: Verbreitete Korruption führt zum Missbrauch der Finanzmittel.

In China sind die Unternehmen, die leicht Kredite von Banken erhalten, oft nicht diejenigen, die das Kapital am dringendsten benötigen (s. 4.3.4.) Im Jahr 2009, als die lockere Geldpolitik zügig umgesetzt wurde, waren die ersten Nutznießer die bestehenden Kunden der Banken, da die Banken mit deren Unterlagen bereits vertraut waren und der Kreditgenehmigungsprozess bei diesen Kunden schnell verlaufen konnte (Wang, 2009). Zu den bestehenden Kunden der Großbanken gehörten hauptsächlich Staatsunternehmen und große Privatunternehmen. Diese Unternehmen konnten nicht nur innerhalb von etwa zwei Wochen Kredite erhalten, sondern profitierten auch von günstigen Zinsbedingungen, die sich an die Leitzinsen der PBOC orientierten.

Doch diese Unternehmen, die am meisten von den präferenziellen Kreditrichtlinien der Banken profitierten, waren nicht unbedingt bereit, in neue Projekte zu investieren (Yu, 2011a). Im Jahr 2009 waren die wirtschaftlichen Aussichten ungewiss. Die erhaltenen Kredite, die eigentlich nicht benötigt wurden, investierten manche Unternehmen lieber in Finanzanlagen wie z.B. WMPs (Liu, 2014: XI).

Die zweite Erklärung, warum die Bankkredite nicht in die Realwirtschaft einfließen, ist Korruption. Korruption ist ein nicht zu unterschätzender Bestandteil des Wirtschafts- und Politikalltags in China (Pei, 2016). Das politische Ökosystem unter dem leninistischen Parteistaat ähnelt in erstaunlicher Weise der Beamtenpraxis im kaiserlichen China (Wu, 2009b). Von der höchsten Führungsebene des Staates (Shum, 2021) bis hin zu niederrangigen lokalen Beamten in einer ärmeren, abgelegenen Region (Han, 2010) – alle Ebenen der Amtsträger sind vom Korruptionsphänomen betroffen.

Wie die vorigen Abschnitte zeigen, waren die von dem Konjunkturprogramm von 2009 vorgesehenen Geldbeträge enorm. Die damit verbundenen Amtsentscheidungen – Regierungsbeschaffung, Mittelverwendungen und Vergabe der Landnutzung – sind traditionell Brennpunkte für Korruption und Kollusion zwischen Kadern und Geschäftsleuten. Chinesische Wissenschaftler haben ermittelt, dass die Oberste Volksstaatsanwaltschaft von 2000 bis 2009 insgesamt 1583 Korruptionsfälle bekannt gab. Davon betrafen 731 Fälle Regierungsbeschaffung und Projektvergabe, 307 Fälle betrafen Land und Immobilienentwicklung, und 298 Fälle betrafen Finanzierung und Investitionskredite. Diese drei Kategorien machten 84 % der von der Obersten

Volksstaatsanwaltschaft verhandelten Korruptionfälle aus (Pei, 2016: 119). Die angeklagten Fälle sind nur die Spitze des Eisbergs. Zudem beziehen sich diese Zahlen auf die Zeit vor 2009. Es ist anzunehmen, dass das Ausmaß der Korruption und das Rent-Seeking-Verhalten in den Post-Konjunkturpaket-Jahren noch gravierender wurden.

Ein Teil des Hot Money wurde damals zur Spekulation im Immobilienmarkt verwendet. Wenn das Geld in den Kapitalmärkten investiert wurde, geschah dies mit Hilfe bestimmter Investmentfonds. Als die Menge des spekulativen Kapitals im Jahr 2009 anstieg, erlebten die Private Equity Fonds in China ihre erste große Wachstumschance.

Chinas erster legaler Private Equity Fonds, der Bohai Industry Investment Fund, wurde 2006 mit einer Sondergenehmigung des Staatsrats gegründet. Ziel war die Entwicklung der Binhai New Area in Tianjin und des Golfs von Bohai. Erst das 2007 überarbeitete Partnership Enterprise Law bot eine rechtliche Grundlage für die Gründung von Private Equity Fonds. In den folgenden zwei Jahren wurden Dutzende Private Equity Fonds gegründet (Yu, 2007; Yu und Wang, 2010). Die Kapitalisierungsrunden verliefen jedoch alles andere als ideal. Nach der Gründung der Fonds verzögerte sich oft die Bereitstellung der geplanten Mittel.

Ab 2009 änderte sich die Kapitalisierungssituation für Private Equity Fonds plötzlich. Im Jahr 2009 wurden insgesamt 105 Private Equity Fonds erfolgreich aufgelegt und sammelten knapp 84 Mrd. Yuan ein, wobei 84 % dieser Fonds neu gegründet wurden und die neuen Fonds 65 % des gesamten aufgebrauchten Kapitals ausmachten (Chen und Yu, 2010). Es gab fast täglich Berichte über die Gründung eines großen Private Equity Fonds. Auf dem Nationalen Volkskongress 2010 äußerte ein Manager eines großen Staatsunternehmens die Absicht, einen Private Equity Fonds aufzulegen, weil „es derzeit sehr viel Kapital im Umlauf gibt und man es nur aufgreifen muss“ (Chen; Yu et al., 2010).

Zu den wichtigen Investoren der Private Equity Fonds gehören häufig staatliche Unternehmen. Sie sind oft auch die Initiatoren dieser Fonds. Eigentlich befürwortete die SASAC solche Vorhaben nicht. Staatsunternehmen sollten nicht außerhalb ihres Kerngeschäfts finanziell tätig sein. Aber die lokale SASAC wird in der Regel die Genehmigung für Private Equity Fonds erteilen, wenn der Vorstandsvorsitzende eines Staatsunternehmens darauf besteht, da große Staatsunternehmen vor Ort eine mächtige Institution sind (Chen et al., 2010).

Grundsätzlich wenden sich Private Equity Fonds gern an Staatsunternehmen, weil die ganze Finanzbranche weiß, dass die Staatsunternehmen über überschüssiges Kapital verfügen. Die Quellen dieses überschüssigen Kapitals sind sehr wahrscheinlich die leicht zu bekommenden Bankkredite. Prominente Persönlichkeiten der Branche wie

Wang Shiyu (Wang, 2013: 4.1) oder Shan Weijian (Shan, 2023) heben klar vor, dass die Private Equity Fonds in China nicht mit denen in westlichen Ländern zu vergleichen sind. Bei den Quellen des Kapitals lässt sich häufig ein staatlicher Hintergrund feststellen.

Auch unter den privaten Unternehmern war die Tendenz zu beobachten, in Immobilien oder Finanzanlagen zu investieren, anstatt ihr Geschäft auszubauen. Laut dem Präsidenten der Vereinigung zur Förderung von kleinen und mittleren Unternehmen in Wenzhou, einer Stadt, die für ihre privaten Unternehmen bekannt ist, war der Abzug des Kapitals aus der Realwirtschaft immer stärker (Yu, 2011a).

Chinesische Private Equity Fonds haben ein einfaches Geschäftsmodell. Sie nutzen den Bewertungsunterschied von Aktien vor und nach dem Börsengang eines Unternehmens. Der erste Schritt besteht darin, Anteile an einem Unternehmen zu erwerben. Der zweite Schritt ist, das Unternehmen zu einem Börsengang zu führen. Der dritte Schritt besteht darin, die ursprünglichen Anteile am Sekundärmarkt zu verkaufen und auszusteigen. Mit diesem Modell Geld zu verdienen, schlug selten fehl, denn sobald ein Unternehmen erfolgreich an die Börse ging, lag der Aktienkurs des Unternehmens nach dem Börsengang fast immer höher als vor dem Börsengang (Girardin und Liu, 2019: 106f.).

Allerdings musste das Modell im ersten Halbjahr 2009 angepasst werden. Der Grund dafür war, dass die CSRC im Jahr zuvor die IPOs aufgrund der sich weltweit anbahnenden Krise gestoppt hatte. Da zunächst keine neuen Unternehmen an die Börse gingen, war das ursprüngliche Geschäftsmodell der Private Equity Fonds nicht durchführbar. Daher wechselten sie mit dem reichlichen Kapital in der Hand zur Spekulation mit Aktien.

Im ersten Halbjahr 2009 erlebte der chinesische Aktienmarkt erhebliche Schwankungen. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 fiel der Shanghai Composite Index im Oktober 2008 auf 1664 Punkte. Im ersten Quartal 2009 stieg das Handelsvolumen der Aktien erheblich, und die Häufigkeit der Kursschwankungen nahm zu. Im April 2009 erreichte der Shanghai Composite Index 2461 Punkte. Der Anstieg des Index für den Shenzhen SME Board, wo kleine und mittlere Unternehmen gelistet waren, war noch steiler und betrug 81 %. Es gab deutliche Anzeichen für Preisspekulationen auf dem Aktienmarkt. Je kleiner der Marktwert einer Aktie war, desto leichter ließ sich ihr Kurs manipulieren. Daher waren die Kurssteigerungen und Schwankungen bei den Aktien kleiner und mittlerer Unternehmen besonders heftig. Mehrere Analyseberichte wiesen darauf hin, dass die enormen neuen Bankkredite den Anstieg der Aktienkurse förderten (Wang, 2009).

Die Aktienrallye im ersten Halbjahr 2009 erinnert an die ähnliche Aktienspekulation in den Jahren 1996 bis 1997. Damals missbrauchten Securities Companies und Trust

Companies die Gelder ihrer Muttergesellschaften – der Geschäftsbanken, um in Aktien zu spekulieren (He, 1998: 279ff.; Green, 2004: 95ff.). Der Vorgang war rechtswidrig. Eine vom Staatsrat entsandte Untersuchungskommission benötigte etwa ein halbes Jahr, um herauszufinden, dass die enormen Mittel, die in den Aktienmarkt flossen, über Repo-Verträge von den Banken abgezogen wurden. Es handelte sich nicht um ein paar wenige Einzeltäter. Die gesamte Finanzbranche, einschließlich der Leitungen der beiden Börsen in Shanghai und Shenzhen, wusste von der Machenschaft Bescheid und spekulierte mit. Nach diesem groß angelegten, illegalen Missbrauch von Bankgeldern zur Aktienspekulation ordnete der damalige Premierminister Zhu Rongji eine Ausgliederung der Securities Companies und Trust Companies aus den Geschäftsbanken an. Die Geschäftsbanken durften Securities Companies oder Trust Companies nicht mehr als Tochtergesellschaften halten.

6.2.2 Gemeinsame Aktion der CBRC und CSRC

Während die PBOC und die CBRC sich Gedanken um die Risiken machten, die durch übermäßige Kreditvergabe für die Banken entstanden, war die CSRC besorgt über die Auswirkungen dieser Kredite auf die Volatilität des Aktienmarktes. Im Jahr 2009 gab es auf dem chinesischen Aktienmarkt ein sensibles Thema: die Freigabe der vorher nicht handelbaren Aktien. Vier Jahre zuvor wurde die stark umstrittene Split-Share-Reform durchgeführt. Ziel dieser Reform war es, die historische Aktienkategorie „nicht handelbar“ (fei liutong) abzuschaffen.

Bei der Einführung des Aktienmarktes in China wurden verschiedene Aktienkategorien anhand der Nähe der Aktionäre zu dem Staat geschaffen (Walter und Howie, 2006: 165): State Shares, Legal Person Shares, Individual Shares und Foreign Capital Shares. Einfach ausgedrückt, sind die Inhaber von State Shares die Regierung (die Zentralregierung oder die lokale Regierung). Die Inhaber von Legal Person Shares sind staatliche Institutionen wie z.B. Staatsunternehmen oder öffentliche Einrichtungen. Individual Shares werden von Mitarbeitern der Unternehmen oder Privatpersonen gehalten, Foreign Capital Shares von ausländischen Personen oder Institutionen. Nach dem IPO eines Unternehmens durften die ersten beiden Arten von Aktien, State Shares und Legal Person Shares, nicht an den Börsen frei gehandelt werden.

Das Prinzip der Split-Share-Reform bestand darin, dass die Inhaber der nicht handelbaren Aktien eines Unternehmens eine Entschädigung an die Inhaber der handelbaren Aktien zahlten, um die freie Handelbarkeit zu erhalten und die Senkung des Stückpreises der einzelnen Aktie zu kompensieren (Hua, 2010). Die Höhe der Entschädigung wurde in jedem Unternehmen individuell ausgehandelt.

Als die Split-Share-Reform 2005 begann, war die Mehrheit der in China gelisteten Aktien (13.685 Mrd. von 20.975 Mrd. Aktien) nicht handelbar. Bis Ende 2005 wurden

Schätzungen zufolge Entschädigungszahlungen im Wert von 400 bis 500 Mrd. Yuan vereinbart (Qiao und Yu, 2008). Der Staatsrat setzte für die vollständige Durchführung der Split-Share-Reform eine dreijährige Sperrfrist fest. Ende 2008 lief diese Dreijahresfrist aus. Zu diesem Zeitpunkt waren alle ursprünglich nicht handelbaren Aktien in handelbare Aktien umgewandelt worden und unterlagen keinen Handelsbeschränkungen mehr.

Im Jahr 2009 bot das in den Aktienmarkt strömende „Hot Money“ großen Anreiz für die Inhaber der handelbar gewordenen Aktien, die Aktien bei steigenden Kursen zu verkaufen. Diese Aktionäre, die 2005 eine gesamte Entschädigung in Höhe von 400 bis 500 Mrd. Yuan gezahlt hatten, würden logischerweise hoffen, in einem Bullenmarkt Gewinne zu erzielen. Da es sich bei diesen ehemals nicht handelbaren Aktien um staatliche Unternehmensaktien handelte, sollten sie besser nicht zum Ziel von Spekulation und Kursmanipulationen werden (Li und Song, 2008). Theoretisch erfordert ein Verkauf von mehr als 5 % dieser Anteile die Genehmigung der SASAC. In der Praxis kann die Genehmigung jedoch auch auf Druck eines mächtigen Staatsunternehmens erteilt werden.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2009 erließen die Aufsichtsbehörden des chinesischen Finanzwesens eine Reihe von Maßnahmen, um das Problem des „Hot Money“ im Aktienmarkt anzugehen. Im Juli 2009 veröffentlichte die CBRC eine Vorschrift: „Notice of the China Banking Regulatory Commission on the Relevant Issues concerning Further Regulating the Investment Management of the Personal Financial Management Business of Commercial Banks“ (CBRC-Dokument 2009-65). Diese Vorschrift verbot es Banken, die durch WMPs eingesammelten Gelder in Aktien, Aktienfonds, Unternehmensanteile nicht börsennotierter Unternehmen oder nicht öffentlich ausgegebene Aktien zu investieren.

§18 The financial management funds²⁶ shall not be used for investment in stocks traded publicly on the domestic secondary market or in the securities investment funds related thereto. Where the financial management funds are used for participate in the subscription to new stocks, the laws and regulations of the state and regulatory provisions shall be complied with.

§19 The financial management funds shall not be used for investment in the equities of non-listed enterprises and shares of listed companies which are not issued or traded publicly.

²⁶ Die „financial management funds“ bedeutet hier „the funds raised from the sale of financial management products“ (§1 derselben Vorschrift). Sie ist eine ältere Übersetzung von „wealth management funds“. Die Standardübersetzung hat sich erst später eingebürgert.

Mit der neuen Vorschrift versuchte die CBRC, den Zufluss des spekulativen Kapitals in den Aktienhandel und in die Unternehmensbeteiligungen von der Quelle her, nämlich den Banken zu verhindern. Aber der CBRC war gleichzeitig auch klar, dass ihre Politik nicht vollständig umgesetzt werden konnte, da es zu viele Schlupflöcher gab, wie Bankkreditmittel in den Markt gelangen konnten. Wie ein CBRC-Funktionär sagte: „Das ist, als würde Wasser von einer höheren zu einer niedrigeren Stelle fließen – es ist unmöglich, das wirklich zu stoppen.“ (Wang, 2009)

Im selben Monat, in dem die CBRC das Dokument Nr. 65 herausgab, ergriff auch die CSRC eine neue Maßnahme. Im Juli 2009 wies die CSRC die China Securities Depository and Clearing Corporation (CSDC) an, die Eröffnung von Aktionärskonten durch Trust Companies zu stoppen (Fan, 2010). Aktionärskonten werden als Abrechnungskonten für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren an den Börsen von Shanghai und Shenzhen verwendet. Damals hatten Private Equity Fonds noch nicht die Erlaubnis, Aktien zu handeln. Sie mussten die Aktionärskonten von Trust Companies nutzen, um an dem Aktienmarkt teilnehmen zu können (Fu und Bi, 2010). Durch die Aussetzung der Kontoeröffnung stoppte die CSRC effektiv die verbreitete Praxis, dass Gelder durch Trust Companies als Zwischeninstitute in den Aktienmarkt geleitet wurden.

In der Literatur werden die chinesischen Regulierungsbehörden als „independent kingdoms“ (Walter und Howie, 2012: 218) bezeichnet und das Konkurrenzverhältnis zwischen ihnen wird betont (Jiang, 2014). Laut diesem Bild kämpfen sie miteinander um Zuständigkeitsbereiche und neigen dazu, die unter ihrer Aufsicht stehenden Einrichtungen und Unternehmen zu schützen. Diese Sichtweise ist nicht ganz von der Hand zu weisen, da behördliche Befugnisse und ökonomische Interessen in China oft miteinander verbunden sind (Herrmann-Pillath und Feng, 2004). Im Fall der CSRC und CBRC jedoch, denke ich, existiert eher ein kooperatives Verhältnis.

Zum Beispiel war Shang Fulin, der im September 2009 zum Vorsitzenden der CSRC ernannt wurde, zuvor Präsident der Agricultural Bank of China. Im Oktober 2011 wurde er zum Vorsitzenden der CBRC ernannt. Sein Nachfolger, Guo Shuqing, war zuvor Vorsitzender der China Construction Bank und wurde 2017 der dritte Vorsitzende der CBRC. Für diese erfahrenen Nomenklatura-Technokraten plant die Organisationabteilung des Zentralkomitees eine organisationsübergreifende Karriere (s. 4.3.5), die sowohl Wechsel zwischen den verschiedenen Behörden als auch Wechsel zwischen dem Regulierer und dem Regulierten vorsieht²⁷. Es gibt weder Motivation noch Möglichkeit für diese Technokraten, eine bestimmte Behörde, die sie vorübergehend leiten, als ihre Machtbasis zu etablieren. Für ihren

²⁷ Für nähere Informationen zur Arbeitsweise der Organisationabteilung des Zentralkomitees der KPCh siehe (McGregor, 2010: chap. 3; Yan, 2017: chap. 5, 6)

Zuständigkeitsbereich wissen sie außerdem sehr gut, dass die Implementierung ihrer Maßnahmen nur möglich ist, wenn die von ihnen regulierten Finanzinstitute in gewissem Maße mit den Regulierungsbehörden zusammenarbeiten.

Die CSRC hat in der Vergangenheit versucht, Maßnahmen durchzusetzen, ohne die Interessen der Finanzinstitute zu berücksichtigen. Die im letzten Abschnitt erwähnte Split-Share-Reform von 2005 war tatsächlich der zweite Anlauf nach einem ersten gescheiterten Versuch. Ende 1999 versuchten der Staatsrat und die CSRC erstmals, das Problem mit den nicht handelbaren Aktien zu lösen (Chen, 2005; Walter und Howie, 2006: ch.9). Da sie jedoch vor der Entscheidung über die Umsetzungspläne keine Rücksprache mit den Securities Companies und den Fund Management Companies gehalten hatten, stieß der Reformplan, der keine Entschädigungszahlung beinhaltete, auf Widerstand der Finanzinstitute. Die Finanzinstitute nutzten ihre Marktposition als institutionelle Anleger und beeinflussten die Aktienkurse negativ, um Druck auf die CSRC auszuüben. Der Bärenmarkt zwang den Staatsrat schließlich im Oktober 2001, die Reform abubrechen und den bereits getroffenen Reformbeschluss zurückzunehmen, was der Autorität des Staatsrats in der Öffentlichkeit schadete. Seitdem erlässt der Staatsrat keine Direktiven mehr in Bezug auf konkrete Maßnahmen für den Aktienmarkt, sondern überlässt dies der CSRC. Dies soll im Falle notwendiger Anpassungen nach einem Beschluss dem Staatsrat einen gewissen Justierungsspielraum bewahren (Hua, 2010).

6.2.3 Einführung des ChiNext-Marktes

Aus der Perspektive der Regulierer, die mit der praktischen Situation und den tatsächlichen Verhältnissen in der Finanzbranche vertraut sind, war es im Jahr 2009 klar, dass die oben genannten Maßnahmen allein nicht ausreichen würden, um den Zufluss des Hot Money in den Aktienmarkt zu verhindern. Statt nur Verbote auszusprechen, wäre es besser, Anlagealternativen anzubieten. Der bisher am längsten amtierende ehemalige Präsident der PBOC, Zhou Xiaochuan, hat einmal diplomatisch angemerkt, dass die Aufsichtsbehörden bei der Festlegung ihrer politischen Ziele berücksichtigen müssen, dass die Finanzinstitute die eigentlichen Verwalter der Gelder sind (Zhou, 2019). Mitte 2009 entschied sich die CSRC dafür, die seit langem diskutierte Idee des ChiNext-Marktes umzusetzen.

Der ChiNext-Markt in Shenzhen ist ein typisches Beispiel dafür, wie der Lokalstaat aus Eigeninteresse aktiv institutionelle Reformen vorantreibt (s. 4.3.3). Die Idee eines Growth Enterprise Board wurde bereits 1999 von der Regierung von Shenzhen vorgeschlagen, um die Börse von Shenzhen (Shenzhen Stock Exchange oder SZSE)

zu stärken²⁸. Im Jahr 1999 beauftragte das Zentralkomitee den Staatsrat, die Börsenzulassungsbedingungen für High-Tech-Unternehmen zu erleichtern. High-Tech-Unternehmen konnten somit unabhängig von den üblichen Zulassungskontingenten an die Börse gehen. Nach der Bekanntgabe dieser Neuigkeit plante die SZSE im Jahr 2000 so schnell wie möglich die Einführung eines neuen Börsenplatzes namens „High-Tech Board“. (Green, 2004: 203)

Bei der Vorbereitung des „High-Tech Board“ arbeitete die SZSE eng mit den Securities Companies zusammen, die als Sponsor und Underwriter der Unternehmen direkte Einnahmen aus dem IPO-Prozess erzielen konnten. Im Juli 2001 reichte SZSE eine Liste von 238 Kandidatenunternehmen, die von den Securities Companies als die besten Vertreter der chinesischen High-Tech-Branchen ausgewählt worden waren, bei der CSRC ein. Zu dieser Zeit war in Shenzhen alles für die Einführung des „High-Tech Board“ bereit. Es fehlte nur noch die Genehmigung des Staatsrats, um den neuen Handelsplatz eröffnen zu können (Wang; Xu et al., 2000).

Doch laut den Untersuchungsergebnissen eines unabhängigen Think Tanks in Peking existierten von den 238 Unternehmen auf der Liste der geplanten Börsengänge 115 vor dem Jahr 2000 noch nicht. Mit anderen Worten, fast die Hälfte der von Shenzhen empfohlenen Unternehmen wurde erst im Jahr 2000 speziell für den Börsengang gegründet (Su und Zhang, 2001). Während der Amtszeit von Premierminister Zhu Rongji nahm die Zentralregierung gegenüber den lokal orientierten Interessenbestrebungen eine relativ bestimmende Haltung ein. Ende 2001 erklärte Zhu Rongji, dass der chinesische Aktienmarkt noch nicht ausgereift sei und dass vor der Stabilisierung des Mainboards kein weiterer Handelsplatz eingeführt werde. Shenzhen musste seine ursprünglichen Pläne vorübergehend auf Eis legen, gab jedoch die Lobbyarbeit für den ChiNext-Markt nie auf.

Nach dem Ablauf von Zhu Rongjis Amtszeit stimmte der Staatsrat im Jahr 2004 der Einrichtung des „SME Board“ (Board für kleine und mittlere Unternehmen) an der SZSE zu. Dies sollte die Verluste von geschätzten über einer Mrd. Yuan ausgleichen, die Shenzhen durch die Nicht-Einführung des High-Tech-Marktes erlitten hatte (Lu,

²⁸ Shenzhens Regierung hat stets keine Mühen gescheut, die Shenzhen Stock Exchange (SZSE) im Wettbewerb mit der anderen Börse auf dem chinesischen Festland, der Shanghai Securities Exchange (SSE), zu unterstützen. Mit Unterstützung ihrer jeweiligen lokalen Regierungen hatten die beiden Börsen mit Maßnahmen wie z.B. Finanzierungshilfe, Steuerbegünstigung und Betreuungsservice versucht, so viele IPOs wie möglich an ihre Börsen zu locken. Ein entscheidender Schritt bei der Etablierung eines zentralen Regulierungssystems für den chinesischen Aktienmarkt war es, die Börsen zu zwingen, ihre Befugnisse zur Politikgestaltung an die CSRC abzugeben. Diese historische Entwicklung kann ausführlich bei (Green, 2004: chap. 5, 6) nachgelesen werden.

2004). Seit dem Jahr 2000 war das Handelsvolumen der SZSE weit hinter dem der Shanghai Securities Exchange (SSE), an der die großen Staatsunternehmen in der Regel notiert sind, zurückgeblieben. Shenzhen hoffte, dass eine Notierung am SME Board vor allem für private Unternehmen attraktiv werden würde. Während die Börsen von Shanghai und Hongkong von Großkonzernen mit hohen Emissionsvolumen bevorzugt wurden, sollte sich das SME Board für die Börsengänge mit dem Emissionsvolumen unter 100 Mio. Aktien eignen. Mit dieser Nische sollte sich Shenzhens Stellenwert als eine Finanzmetropole vielleicht gegen die Konkurrenz aus Shanghai und Hongkong behaupten lassen (Bi, 2007).

Mitte 2006 trat der chinesische Aktienmarkt in einen Bullenmarkt ein. Shenzhen nutzte diese günstige Marktlage und brachte erneut den Wunsch zur Einrichtung eines High-Tech-Marktes beim Staatsrat ein, der schließlich genehmigt wurde. Damals wurde berichtet, dass Vertreter der Stock Exchange of Hong Kong (HKEX) nach Beijing reisten, um die Entscheidung zu verhindern (Lu, 2008). Die HKEX hatte bereits den Growth Enterprise Market, und die Einführung eines ähnlichen Marktes in Shenzhen hätte direkte Auswirkungen auf die Hongkonger Börse, da beide Börsen um ähnliche IPO-Kandidaten konkurrieren würden. Möglicherweise aufgrund des Einwandes aus Hongkong wurde die Einführung des ChiNext-Marktes erneut verschoben.

Nachdem die Einführung des ChiNext-Marktes von der Zentralregierung 2001, 2004 und 2007 dreimal verschoben worden war, wurde sie schließlich 2009 umgesetzt. Die Einführung verlief ungewöhnlich schnell. Am frühen Morgen des 31. März 2009 veröffentlichte die CSRC die „Interim Measures on Administration of Initial Public Offerings and Listings on the Growth Enterprise Board“.²⁹ Das Dokument war das Startsignal, dass die Wiederaufnahme des ChiNext-Marktes im Gange war. Bereits im Juli hatten die Securities Companies die Antragsunterlagen von den ersten 108 IPO-Kandidatenunternehmen für die Notierung am ChiNext-Markt vorbereitet und bei der CSRC eingereicht. Am 30. Oktober 2009 wurden die ersten Aktien am ChiNext-Markt ausgegeben und notiert.

Der Prozess des Börsengangs eines Unternehmens dauert normalerweise 1-2 Jahre und besteht aus drei Hauptphasen (Wang und Ban, 2016: 182f.). In der ersten Phase werden die Antragsunterlagen des Börsengangs vorbereitet. Dafür benötigt eine Securities Company, die als Sponsor für den Börsengang verantwortlich ist, mindestens vier Monate, um unter anderem eine umfassende Due Diligence nach den strengen Vorgaben der CSRC durchzuführen. Nachdem die Antragsunterlagen bei der CSRC eingereicht werden, beginnt die interne Prüf- und Genehmigungsphase der CSRC. Sie dauert zwischen einem halben Jahr und einem Jahr und durchläuft

²⁹ Die CSRC veröffentlicht wichtige Mitteilungen häufig mitten in der Nacht, um Informationslecks zu verhindern (Hua, 2010b).

mehrere Ausschüsse (Lu, 2013). Im Fall einer erteilten Genehmigung muss das emittierende Unternehmen natürlich noch die Platzierungsphase absolvieren, in der die Preisfindung und die Zuteilung der Aktien stattfinden.

Für die Einführung des ChiNext-Marktes konnte dieser etablierte Prozess jedoch auf nur sieben Monate verkürzt werden, weil alle beteiligten Akteure – von der CSRC über die Börse von Shenzhen bis hin zu den Sponsors – unter Zeitdruck arbeiteten. Die CSRC lieh sich sogar das gesamte ChiNext-Vorbereitungsteam der SZSE aus und brachte es nach Beijing, da die eigenen Personalkapazitäten der CSRC nicht ausreichten, um in kurzer Zeit die Unterlagen so vieler Unternehmen zu prüfen (Lu, 2013). Unter den Securities Companies wurde damals angenommen, dass die Standards für die Genehmigung am ChiNext-Markt im Vergleich zu den üblichen Börsenzulassungskriterien weniger streng waren, um die Einführung des ChiNext-Marktes zu beschleunigen (Wang und Ban, 2016: 183f.).

6.2.4 Eine dem Hot Money zugewandte Aktienmarktpolitik

Die Notierungsbedingungen am ChiNext-Markt sind wesentlich günstiger formuliert als die sonstigen IPO-Voraussetzungen in China. Die CSRC und SZSE haben die finanziellen Anforderungen für Unternehmen, die am ChiNext-Markt gelistet werden möchten, deutlich gesenkt im Vergleich zu den Anforderungen für eine Notierung am SME-Board. Für den SME-Board gilt, dass der Emittent in den letzten drei Geschäftsjahren einen kumulierten Netto-Cashflow aus operativen Tätigkeiten von über 50 Mio. Yuan aufweisen muss; oder in den letzten drei Geschäftsjahren einen kumulierten Umsatz von über 300 Mio. Yuan erzielt haben muss. Außerdem darf das Grundkapital vor der Emission nicht weniger als 30 Mio. Yuan betragen (Qiao, 2009).

Die Anforderungen für den ChiNext-Markt sind hingegen:

- Der Emittent muss in den letzten zwei Jahren durchgehend positive Betriebsergebnisse haben, mit einem kumulierten Nettogewinn von mindestens 10 Millionen Yuan in diesen zwei Jahren und einem kontinuierlichen Wachstum; oder
- Der Emittent muss im letzten Jahr positive Betriebsergebnisse haben, mit einem Nettogewinn von mindestens 5 Millionen Yuan und einem Umsatz von mindestens 50 Millionen Yuan im letzten Jahr sowie einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des Umsatzes von mindestens 30 % in den letzten zwei Jahren.

Unternehmen müssen nur eine dieser beiden Zugangsvoraussetzungen erfüllen und ein Grundkapital von mindestens 30 Mio. Yuan nach der Emission aufweisen, um sich für eine Notierung am ChiNext-Markt zu qualifizieren (CSRC 2009: §10).

Aktien der Altaktionäre vor dem IPO unterliegen einer Sperrfrist, nachdem der Börsengang durchgeführt wird. Für solche Anteilseigner gilt normalerweise eine Sperrfrist (lock-up period) von drei Jahren. Aktionäre, die innerhalb eines Jahres vor dem Börsengang erst an dem Unternehmen beteiligt sind, dürfen ihre Aktien für 36 Monate ab dem Börsengang nicht verkaufen, übertragen oder anderweitig veräußern. Die lange Sperrfrist, die von der CSRC gesetzt wurde, soll verhindern, dass Unternehmensaktien vor dem geplanten IPO zum Gegenstand des Insiderhandels oder der Gefälligkeit werden.

Für den ChiNext-Markt hat die SZSE die Sperrfristregelung gelockert. Die 36-monatige Sperrfrist gilt nur für die Hauptaktionäre und den actual controller des Unternehmens. Für Altaktionäre, deren Beteiligungszeitpunkt mehr als sechs Monate vor dem IPO-Antrag liegt, beträgt die Sperrfrist nur 12 Monate. Wenn ihr Beteiligungsdauer am Unternehmen kürzer als sechs Monate vor dem IPO-Antrag ist, unterliegt die Hälfte ihrer Aktien einer Sperrfrist von 24 Monaten (Shenzhen Stock Exchange, 2009: §§5.1.5, 5.1.7).

Die HKEX hat für ihren Growth-Enterprise-Market Mindesthandelseinheiten festgelegt, damit Kleinanleger mit begrenztem Kapital eingeschränkten Zugang zu diesem hochriskanten Markt haben. Für den ChiNext-Markt schlugen daher einige Wissenschaftler ähnliche Regelungen vor. Wenn eine Mindesthandelseinheit von 1000 oder 10.000 Aktien vorgeschrieben würde, könnten die chinesischen Kleinanleger, die sich nicht unbedingt vorsichtig am Aktienmarkt verhalten, effektiv vor dem zu erwartenden hohen Marktrisiko geschützt werden (Shen, 2010). Sogar für institutionelle Anleger könnte das Risiko zu hoch sein, obwohl sie im Vergleich zu Kleinanlegern sicherlich ein höheres Maß an Fachwissen und ein systematischeres Risikomanagement haben. Daher wurde den Versicherungsfirmen und Securities Companies im Vorfeld der Einführung des ChiNext-Marktes untersagt, mit eigenen Mitteln dort zu investieren.

Trotz der berechtigten Bedenken der Wissenschaftler und trotz der Tatsache, dass sogar für institutionelle Anleger gewisse Vorsichtsmaßnahmen getroffen wurden, wurde keine Zugangseinschränkung für die Kleinanleger vorgesehen. Jeder, der seit mehr als zwei Jahren ein Aktiendepot hat, kann am ChiNext-Markt teilnehmen. Ein Wirtschaftsjournalist äußerte Unverständnis über diese scheinbar widersprüchlichen Handhabungen und warnte davor, dass das Risiko des ChiNext-Marktes letztendlich auf die Kleinanleger abgewälzt werde, die nicht über dieselben Informations-, Analyse- und Kapitalvorteile wie institutionelle Anleger verfügen (Shen, 2010).

Der Zeitpunkt der Einführung des ChiNext-Marktes und seine institutionelle Gestaltung waren ideal, um das überschüssige Kapital, das 2009 durch die übermäßige Kreditschöpfung entstanden war, anzuziehen. Zahlreiche Unternehmen, die noch keine

stabilen Gewinne erwirtschaften konnten, wurden an die Börse gebracht. Ihre Unternehmensanteile vor dem Börsengang wurden zu begehrten Investitionsobjekten der Private Equity Fonds, die mühelos Kapitalgeber finden konnten. Ihre Aktien wurden bei den öffentlichen Platzierungen stark überzeichnet und brachten den Unternehmen mehr Kapital ein als benötigt. Die ersten Erfolgsmeldungen zogen schnell mehr notierungswillige Unternehmen und mehr spekulatives Kapital an. In den ersten sechs Monaten nach dem Start des ChiNext-Marktes gingen 82 Unternehmen, ausnahmslos private Unternehmen, dort an die Börse, im Durchschnitt alle zwei Tage ein IPO (Shen, 2010). Sie konnten Überzeichnungen³⁰ im Wert von 23,7 Mrd. Yuan verbuchen (Wang, 2010b).

Die Euphorie für den ChiNext-Markt spiegelte sich auch im Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wieder. Einerseits hatten die ChiNext-Unternehmen aufgrund der niedrigeren IPO-Anforderungen geringere Gewinnergebnisse, andererseits trieb die hohe Nachfrage nach ihren Aktien den Kurs nach oben. Zwischen November 2009 und Mai 2010 lag das KGV der frisch notierten Unternehmen am ChiNext-Markt zwischen 50 und 80, während das durchschnittliche KGV der Aktien im CSI 300-Index, der die 300 größten und liquidesten Unternehmen an der SSE und SZSE abbildet, im gleichen Zeitraum nur etwa 14 betrug (Wang, 2010b). Im zweiten Halbjahr 2011 normalisierte sich das KGV am ChiNext-Markt und sank auf ein Niveau zwischen 20 und 30 (Wang und Ban, 2016: 186).

Vom heißen Start des neuen Marktes Ende 2009 bis zur Normalisierung Ende 2011 vergingen etwa zwei Jahre. Das stimmt mit einem Spekulationszyklus überein, der von der Sperrfrist abhängt. Die Sperrfrist für Private Equity Investoren, die vor dem IPO in die Unternehmen einsteigen, beträgt je nach dem Beteiligungszeitpunkt 12 bis 24 Monate. Erst danach konnten die Private Equity Fonds ihre Aktien auf dem Sekundärmarkt verkaufen. Wie viel Hot Money die Private Equity Fonds aus den Bankkrediten mobilisiert hatten und wie hoch ihre Spekulationsgewinne in diesen zwei Jahren waren, kann man nicht wirklich ermitteln. Nur in einigen zufälligen Fällen bekommt die Öffentlichkeit Einblick in die innere Struktur mancher Private Equity Fonds.

Ein solcher Fall ist der Korruptionsskandal, der das ehemalige Mitglied des Zentralkomitees Ling Jihua und seine Familie betraf. Zwischen 2008 und 2010 war

³⁰ Wenn Unternehmen ihren IPO-Antrag bei der CSRC stellen, müssen sie das Emissionsvolumen festlegen und den entsprechenden Kapitalbedarf begründen. Sobald der Antrag von der CSRC genehmigt wird, darf die geplante Höhe nicht mehr geändert werden. Wenn bei der Emission mehr Kapital eingesammelt wird, zählt die außerplanmäßige Kapitalaufnahme als Überzeichnung. Überzeichnung stellt also die Summe dar, die den Kapitalbedarf übersteigt.

Lings Bruder, Ling Wancheng, Limited Partner eines Private Equity Fonds. Dieser Fonds investierte innerhalb von zwei Jahren in sieben Unternehmen, die alle zwischen 2009 und 2014 an die Börse gingen. Laut investigativen Journalisten betrugen Lings Gewinne, die mit dem Verkauf der Aktien nach den Börsengängen erzielt wurden, mindestens 1,2 Mrd. Yuan (Zhou; Ouyang et al., 2014). Dass alle von ihm beteiligten Unternehmen an die Börse gehen konnten, war sicherlich kein Zufall.

Private Equity Fonds, die einen mächtigen Limited Partner haben, sind nicht selten. In der Finanzbranche werden sie als „privileged private equity“ bezeichnet. Ein anonymer Investmentbanker sagte: „Vor den Aufsichtsbehörden und auf dem Kapitalmarkt sind ihre Gesichter den Passierschein.“ (Wang, 2010a) Selbst wenn ein Unternehmen ausreichend finanziert ist und keine zusätzlichen Investoren benötigt, wird es dennoch eine Finanzierungsrunde speziell für diese Fonds durchführen, um Beziehungen zu pflegen (Chen et al., 2010). Vor allem hoffen private Unternehmen ohne politische Verbindungen, auf diese Weise ihre IPO-Chance zu sichern. Das Kapital, das ein „privileged private equity“ einbringt, sei für die Unternehmen von untergeordneter Bedeutung; entscheidend sei die Macht hinter dem Kapital (Yu, 2011b).

Nach der Einführung des ChiNext-Marktes wurde auch der Notierungsstopp am Mainboard und am SME-Board aufgehoben. Zusammen wurde im Jahr 2010 eine Rekordsumme an Emissionsvolumen verzeichnet. Es gab insgesamt 347 Börsengänge. Die neu notierten Unternehmen gaben zusammen Aktien im Wert von über 488 Mrd. Yuan aus. Der IPO-Rekord bedeutete auch einen Einnahmenrekord für die beiden Börsen SSE und SZSE durch die Markttransaktionsgebühren. Die Securities Companies sind natürlich ebenfalls Nutznießer der Börsengänge. Sie profitierten direkt durch das Sponsoring- und Underwriting-Geschäft, insbesondere die 36 Securities Companies mit der Sponsoring-Berechtigung. Je mehr IPOs geplant sind, desto mehr Kunden bekommt eine Securities Company. Je größer das Emissionsvolumen ist, desto höher fallen auch die Underwriting-Gebühren. In diesen zwei Jahren hatten die Securities Company mehr Kunden, als sie betreuen konnten, was dazu führte, dass die Due Diligence unter großem Zeitdruck durchgeführt wurde (Wang und Ban, 2016: 244f.).

Der Ansatz der CSCR und des Staatsrats, mehr Unternehmen zum IPO zuzulassen, lag ganz und gar im Interesse der lokalen Regierungen. Der Börsengang von Unternehmen wird ebenso wie das regionale BIP als ein Indikator betrachtet, der sich positiv auf die Leistungsbewertung lokaler Kader auswirkt. In vielen Orten gingen die lokalen Regierungen aktiv auf die Unternehmer zu, um sie für eine Börsennotierung zu mobilisieren, unbeachtet, ob die Unternehmer selbst daran interessiert waren oder nicht. Der Push für die Börsennotierung nahm auch die Form des Amtsmissbrauchs an, wenn die regionalen IPO-Kandidaten von negativen Entwicklungen betroffen wurden. In den berichteten Fällen schüchtern die lokalen Führungskräfte die

Wettbewerber ein oder bedrängten die Justizbehörden, um die negativen Auswirkungen eines Prozesses oder Untersuchungsfalls auf die IPO-Zulassung zu verhindern (Wang und Ban, 2016: 262ff.).

6.3 Die Entstehung der Asset-Management-Industrie

6.3.1 Die unverzichtbare Kreditexpansion

Wenn im Jahr 2009 die spannendste Frage unter den chinesischen Finanzexperten war, wie stark das Kreditvolumen der Banken wachsen würde, so war 2011 die drängendste Frage, wie viel Eigenkapital die Banken aufstocken müssten. Im August 2011 hatte die China Banking Regulatory Commission (CBRC) begonnen, einen internen Entwurf der „Administrative Measures for the Capital of Commercial Banks“ den Leitungen der großen Banken zu unterbreiten. Das Dokument war die chinesische Umsetzung von Basel III, auch bekannt als der globalen Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme. China ist Mitglied des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und hatte an der Entstehung von Basel III mitgewirkt. Zu diesem Zeitpunkt beabsichtigte die CBRC, die neue Eigenkapitalregelung zum 1. Januar 2012 umzusetzen und erhoffte sich eine breite Zustimmung für den internen Entwurf. Aber die Banken wehrten sich stark gegen den Plan der CBRC (Wen, 2012).

Der folgende Auszug stammt aus einer Rede von Yang Kaisheng, dem damaligen Präsidenten der Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), aus dem Jahr 2012. Als Präsident der größten Bank Chinas sprach Yang am 9. März 2012 auf der zweiten Plenarversammlung der fünften Sitzung des 11. Nationalkomitees der Politischen Konsultativkonferenz und erläuterte die Lage des Banksektors (Yang, 2016: 110f.). Seine Rede verdeutlichte, warum die Banken gegen die Umsetzung der neuen Eigenkapitalregelung Einwände erhoben.

„Derzeit beläuft sich das gesamte Volumen der in Renminbi dotierten Kredite im chinesischen Bankensystem auf 55 Bill. Yuan. In der kommenden Zeit muss die chinesische Wirtschaft weiterhin ein hohes Wachstumstempo beibehalten, was zwangsläufig erfordert, dass die Banken kontinuierlich entsprechende Kredite vergeben. Jedoch sind die Kreditvermögenswerte der chinesischen Banken aufgrund unzureichender finanzieller Innovationen und der fehlenden Kreditverbriefung illiquide und nicht handelbar. Nachdem die Bankkredite vergeben wurden, müssen sie bis zur Fälligkeit gehalten werden, was dazu führt, dass das kumulierte Kreditvolumen der Banken jedes Jahr in beträchtlichem Tempo zunehmen muss. Doch das Wachstum des Kreditvolumens ist begrenzt, vor allem durch die Kapitalanforderungen. Wie die

Banken die Kapitalanforderungen erfüllen und gleichzeitig der Realwirtschaft weiterhin notwendige Finanzmittel bereitstellen können, ist eine der größten Herausforderungen, denen sich der chinesische Bankensektor gegenüber sieht.“

Yang's Eingangsschilderung echoet die Diskussion in der Forschung, dass das chinesische Wirtschaftswachstum seit langem durch die bankkreditfinanzierten Investitionen angetrieben wird. Was Yang im Jahr 2012 mit der Zwangsläufigkeit der kontinuierlichen Kreditvergabe ansprach, betraf allerdings nicht nur das Wachstumsmodell selbst, sondern vielmehr ein neuer Entwicklungstrend, der nach 2009 im breiten Kreis der Wissenschaftler, Branchenvertreter und Aufsichtsbehörden diskutiert wurde (Pettis, 2013b). Zunehmend konnte ein Teufelskreis beobachtet werden, in dem sich steigende Schulden und sinkende Investitionsrenditen gegenseitig verstärkten.

Im vierten Quartal 2007 lag das Verhältnis von EBITDA³¹ zu den Gesamtkapitalanlagen unter allen börsennotierten Unternehmen (ohne den Finanzsektor) durchschnittlich bei 13,2 %. Das Verhältnis von EBITDA zu den Gesamtkapitalanlagen drückt eine Bruttokapitalrendite aus. Ab 2008 begann es kontinuierlich zu sinken und erreichte im ersten Quartal 2013 nur noch 7,5 %. Im selben Zeitraum stieg der Verschuldungsgrad der Unternehmen von etwa 55 % auf 61 % an (Liu, 2014: 192).

Eine Bruttokapitalrendite von 7,5 % reicht nach Abzug von Steuern und Abschreibungen nicht aus, um die Schuldenkosten der Unternehmen zu decken. Der von der PBOC vorgegebene Mindestkreditzins für eine Laufzeit von 1 bis 3 Jahren lag in den Jahren 2011 bis 2013 zwischen 6,1 % und 6,65 % (People's Bank of China, 2015). Nur ausgewählte Staatsunternehmen erhielten Darlehen zu diesen Mindestkreditzinsen. Für private Unternehmen lagen die Zinssätze mindestens 35 % über dem Leitzins, was eine jährliche Verzinsung von 12 % bis 15 % bedeutete (Yu, 2011a).

Unternehmen, die durch ihre operativen Gewinne allein nicht überleben können, sichern sich durch ständige Refinanzierung. Die Existenz solcher Zombieunternehmen verschärft das Problem der Überkapazitäten (Nie, 2017). Wo Überkapazitäten entstehen, werden die Gewinne anderer, noch rentablerer Unternehmen nach unten gedrückt. Die Refinanzierungsmöglichkeiten führen zu größeren Überkapazitäten, was

³¹ EBITDA steht für Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization und entspricht grob dem operativen Cashflow eines Unternehmens vor Abzug von Steuern, Schuldzinsen und Abschreibungen auf Anlagen.

die Kapitalrendite weiter senkt und wiederum den Finanzierungsbedarf erhöht, wodurch ein Teufelskreis entsteht (Liu, 2014: 193).

Nicht nur Zombieunternehmen sind auf erneute Finanzierung angewiesen, um alte Schulden mit neuen zu begleichen, sondern auch die lokalen Regierungen. Das Chongqing-Modell, das im Abschnitt 6.1.4 skizziert wurde, beruht gerade auf der Maximierung des schuldenfinanzierten Wachstums. Nehmen wir wieder Chongqing als Beispiel. Im Jahr 2011 betragen die Haushaltsausgaben Chongqings 396,1 Mrd. Yuan gegenüber Haushaltseinnahmen von 290,8 Mrd. Yuan bei Verbindlichkeiten von 250 Mrd. Yuan. Das Defizit von 105,3 Mrd. Yuan schloss noch nicht die Haushaltslücke der Chongqing untergeordneten Kleinstadt- und Kreisebenen ein. Erst durch ein Audit des Nationalen Rechnungshofs Ende 2013 wurde bekannt, dass die Verschuldung von Chongqing und ihren zugehörigen kommunalen Regierungen insgesamt 765 Milliarden Yuan betrug. Landesweit beliefen sich die Gesamtschulden aller lokalen Regierungen auf 17,9 Bill. Yuan (Liu, 2014: 173f.).

Im selben Jahr, in dem der Nationale Rechnungshof die gesamte Schuldenlast der lokalen Regierungen in China erfasste, erklärte der damalige Premierminister Li Keqiang, dass das Wirtschaftswachstum Chinas nicht unter 7,2 % fallen dürfe. Wenn die chinesischen Banken nicht mehr große Mengen an Krediten bereitstellen, wie sollte dann das von der Parteiführung gesetzte BIP-Ziel erreicht werden? Vor diesem Hintergrund analysierte Yang Kaisheng, der Präsident der größten Bank Chinas (nach einigen Maßstäben auch die größte Bank der Welt), die Situation des Banksektors.

Wenn das Wachstum des Kreditvolumens nicht gebremst werden konnte, war es für die Banken nicht ohne weiteres möglich, die geplante neue Eigenkapitalregelung der CBRC zu erfüllen. Tatsächlich gab es bereits im Jahr 2010 die erste Einschätzung, dass der Bankensektor infolge der Kreditexpansion bis 2012 eine Eigenkapitalfinanzierung in Höhe von 200 bis 230 Mrd. Yuan benötigen würde (Wen, 2010a). Woher sollte dieses Geld kommen?

6.3.2 Die Eigenkapitallücke bei den Banken

Die Frage, wie die Banken ihre absehbare Eigenkapitallücke schließen, wurde zu einer zähen Verhandlung zwischen den Banken, dem Finanzministerium und der CBRC. Das Finanzministerium ist der größte Aktionär des chinesischen Banksektors. Über seine hundertprozentige Tochtergesellschaft Huijin hält das Finanzministerium beherrschende Anteile in sechs großen Geschäftsbanken³² und Minderheitsanteile in weiteren kleineren Banken. Den Vorschlag der Banken, dass das Finanzministerium

³² Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, Agricultural Bank of China, Bank of China, Bank of Communications, China Everbright Bank.

seine Beteiligungen aufstockt und/oder auf die Dividende verzichtet, lehnte der Großaktionär zunächst ab (Wen und Zhang, 2010). Vier der großen Banken wurden erst wenige Jahre zuvor mit erheblichen Mitteln aus dem Zentralbudget ausgestattet. Gerade die jährlichen Dividenden, die Huijin von den beteiligten Banken erhält, werden spezifisch für die Zinsen der Staatsanleihen verwendet, die das Finanzministerium zweckgebunden für die Übernahme der faulen Bankkredite ausgegeben hatte (Walter und Howie, 2012: 68). Für eine weitere Rekapitalisierung nach so kurzer Zeit war das Finanzministerium nicht bereit.

Als beherrschender Aktionär steht das Finanzministerium bei der Finanzierungsfrage in einer Zwickmühle. Vier der sechs größten Banken waren 2009 börsennotiert und zwei (Agricultural Bank of China und China Everbright Bank) standen kurz vor dem Börsengang. Wenn die Banken durch Aktienemissionen das Eigenkapital aufstocken, müsste Huijin an der Kapitalerhöhung teilnehmen, um die beherrschende Position nicht zu verlieren. Ein Vertreter des Finanzministeriums beschrieb die Situation des Zentralhaushalts deswegen als „erpresst“ (Wen und Zhang, 2010), als er von Journalisten um einen Kommentar zur Erwartung der Banken für mehr Kapitalzufuhr und weniger Dividendenausschüttung gebeten wurde. Die Banken sollten ihre Kapitallücke durch Anleiheemissionen und die Umwandlung von Gewinnrücklagen in Eigenkapital schließen.

Im Jahr 2011 verschärfte sich die Diskussion um eine Lösung, da die CBRC darauf drängte, die wachsende Dimension der Schattenbanken unter Überwachung zu stellen. Das Risiko für die Banken, die neuen Eigenkapitalanforderungen nicht zu erfüllen, wurde nicht nur durch den grundsätzlichen Kreditexpansionszwang verursacht. Es war auch eine Frage der Risikobewertung bzw. der Berechnung der risikogewichteten Aktiva.

Ich habe bereits die Entstehung der Wealth Management Products (WMPs), die im Zentrum des Schattenbankenmechanismus stehen (s. 6.1.2), und das Channeling-Geschäft, das zur Umgehung von Kreditvergabe einschränkungen erfunden wurde (s. 6.1.3), erwähnt. Die Zusammenarbeit mit den Trust Companies, die für die Banken Kredite vermittelten, ermöglichte es den Banken, nach 2009 höhere Renditen für ihre WMPs anzubieten. Denn die Trust Companies orientierten sich gänzlich an der Marktnachfrage und verlangten von den tatsächlichen Kreditnehmern weitaus höhere jährliche Zinssätze als die Banken (Tan et al., 2017: 1.1.2). Das erhöhte auch die durchschnittliche Rendite der WMPs, was wiederum zu einer Beschleunigung der Substitution von Einlagen durch WMPs führte. Die Einlagen der Banken gingen stark zurück, während das Volumen der WMPs stetig anstieg (Wen, 2012).

Die Risiken der Banken nahmen im doppelten Sinne zu (Tan et al., 2017: 1.3.3): Die Trust-Pläne, in die die WMPs investiert sind, enthalten eine große Menge illiquider,

längerfristiger und nicht standardisierter Vermögenswerte, nämlich Subprime-Schulden. Diese Kreditrisiken konnten die Banken nicht auf die Käufer der WMPs übertragen. Aufgrund der rigiden Erwartungshaltung der Bankkunden hatten die Banken de facto eine Zahlungspflicht. Der starke Trend, dass Einlagen in kurzfristigeren WMPs umgeschichtet wurden, erhöhte zusätzlich das Liquiditätsrisiko der Banken.

Obwohl die CBRC sich der verborgenen Risiken in der Bank-Trust-Kooperation bewusst war, fehlten ihr die quantitative Erfassung und eine wirksame Überwachung. Die Umsetzung von Basel III nutzte die CBRC, um von den Banken zu verlangen, die den Trust-Plänen unterliegenden Vermögenswerte, die bis dahin außerbilanziell verbucht worden waren, in die risikogewichteten Aktiva einzubeziehen (CBRC, 2011). Diese regulatorische Anpassung würde, sobald umgesetzt, zu einer sofortigen Erhöhung der Bilanzsumme und des damit anteilig berechneten erforderlichen Gesamtkapitals führen. Die Lücke im Eigenkapital drohte sich zu vergrößern.

Zwischen der Risikokontrolle und dem Zentralhaushalt einigten sich die CBRC und das Finanzministerium schließlich auf einen Kompromiss. Das Finanzministerium stimmte zu, seinen Dividendenanspruch zu reduzieren. Huijins Dividendenquote ab dem Geschäftsjahr 2011 wurde von 50 % auf 35 % gesenkt, sodass die Banken mehr Gewinnrücklagen bilden konnten. Bei der Überarbeitung des internen Entwurfs der „Administrative Measures for the Capital of Commercial Banks“ lockerte die CBRC einige Stellen, die vor allem die Berechnung der Risikogewichte, die Länge der Übergangsperiode zur Einhaltung der Vorschriften, die Anrechnung der nachrangigen Schuldeninstrumente und die Deckungsquote der Kreditausfälle betrafen. Selbst die Vorstände der Banken räumten ein, dass die CBRC bei der überarbeiteten Version große Zugeständnisse gemacht habe (Wen, 2013). Außerdem wurde die Einführung der neuen Eigenkapitalregelung auf den 1. Januar 2013 verschoben.

Dieser Kompromiss konnte zwar den Kapitalerhöhungsbedarf verringern und den Banken mehr Zeit verschaffen, löste jedoch nicht das Grundproblem. Laut einer Berechnung von UBS Securities China würde es nach dem Inkrafttreten der „Administrative Measures for the Capital of Commercial Banks“ voraussichtlich eine Kernkapitallücke in Höhe von 144,3 Mrd. Yuan geben – allein für die börsennotierten Banken. Es gab noch zahlreiche regionalen Banken, wie z.B. städtische Geschäftsbanken, die verhältnismäßig noch schlechter aufgestellt waren, da ihre Kapitaladäquanzquote im Durchschnitt immer niedriger war als die der großen Banken und ihr Umgang mit den Vorschriften lascher (Wu und Wu, 2018). So gut wie jede Bank stand vor der ungeklärten Frage: Wie können die Kapitalanforderungen ab 2013 erfüllt werden?

6.3.3 Neue Anlagepolitik für die Kapitalmarktakteure

Als ein Lösungsansatz für den Finanzierungsbedarf im Bankensektor noch nicht klar war, kam es zu Führungswechseln bei den Finanzaufsichtsbehörden. Im Oktober 2011 wurde Shang Fulin, der damalige Vorsitzende der China Securities Regulatory Commission (CSRC), zum Vorsitzenden der China Banking Regulatory Commission (CBRC) ernannt, während Liu Mingkang, der vorherige Vorsitzende der CBRC, in den Ruhestand ging. Den Vorsitz der CSRC übernahm Guo Shuqing, der zuvor Vorstandsvorsitzender und Parteisekretär der China Construction Bank (CCB) war.

Wie alle seine Vorgänger hat Guo einen beruflichen Hintergrund in einer staatlichen Großbank, bevor er die CSRC leitete. Die Besetzung des Leiters der CSRC mit Technokraten aus dem Bankwesen betrachten manche Vertreter der chinesischen Wertpapierindustrie als ein Hemmnis für den chinesischen Kapitalmarkt. Der Kapitalmarkt werde nach dem Verständnis des Bankensystems reguliert, was den Kapitalmarktakteuren wenig Gestaltungsspielraum gebe (Wang, 2013: chap. 4.8).

Die wichtigsten Kapitalmarktakteure sind die Securities Companies und die Fund Management Companies. Ersteren organisieren die meisten wertpapierbezogenen Dienstleistungen wie Sponsoring, Underwriting und Brokerage. Letzteren sind als Managementgesellschaften öffentlicher Fonds zugelassen und verwalten die größte Kapitalmenge auf dem chinesischen Aktienmarkt. Beide gehören zu den Finanzinstituten, die von der CSRC beaufsichtigt werden.

Aus historischer Perspektive wurde die CSRC deswegen eingerichtet und gestärkt, um diese beiden Finanzinstitutionen zu kontrollieren (Walter und Howie, 2006: 58ff.). Viele der Vorschriften der CSRC wurden als Reaktion auf Skandale über den Insiderhandel und die Kursmanipulation dieser Institutionen erlassen. Als Hauptakteure des „equity developmentalism“ (Green, 2004: chap. 5) im lokalstaatlichen Interesse standen die Securities Companies und Fund Management Companies in den 1990er und 2000er Jahren häufig an der Front der Konflikte mit der CSRC (Yu, 2009: 247ff.; Securities Times Online, 2010). Nach etwa 20 Jahren des Ringens wurden sie um das Jahr 2012 so streng wie noch nie zuvor reguliert (Zhang und Liu, 2015: 92).

Was die Securities Companies und Fund Management Companies bei Guo Shuqings Amtsantritt nicht ahnten bzw. erwarteten, war eine Politik, die ihre Interessen berücksichtigt. Auf einer Konferenz der Wertpapierindustrie im Mai 2012 überraschte die CSRC die teilnehmenden Führungskräfte der Securities Companies mit der Ankündigung eines umfassenden Reformprogramms (Yang, 2012). Im Hauptdiskussionspapier der Konferenz wurde das Reformprogramm, das aus elf Teilbereichen bestand, vorgestellt (CSRC, 2012a). Der Tenor des Programms lag in einer Tätigkeitserweiterung für die Securities Companies. Unter den Teilnehmern

lösten vor allem der erste und der zweite Reformpunkt die größte Begeisterung aus. Sie lauteten jeweils:

1. die Innovationsfähigkeit bei Wealth Management Products verbessern
2. den Innovationsprozess für neue Finanzprodukte und Geschäftsbereiche beschleunigen.

Der erste Reformpunkt erweiterte die erlaubten Anlageklassen für die Securities Companies, wenn sie Investmentfonds im Auftrag der Kunden auflegen. Bei Securities Companies war das Kapitalverwaltungsgeschäft vorher zwar nicht verboten, jedoch mit so großen Einschränkungen bei der Auswahl der Anlageklasse belegt, dass es praktisch nie angefragt wurde. Der Reformvorschlag der CSRC änderte diese Situation schlagartig. Nun wird das Kapitalverwaltungsgeschäft zu einem realistischen Geschäftsfeld für die Securities Companies, und ihre Rolle in der chinesischen Finanzbranche kann von reinen Finanzdienstleistern zu Vermögensverwaltern entwickeln. Die neue Politik kam so unerwartet, dass der Generalmanager einer betroffenen Securities Company später von einem „vom Himmel gefallenen Kuchen“ (Zhang und Liu, 2015: 96) sprach. Wenn der Markt für das Kapitalverwaltungsgeschäft ein Kuchen ist, können die Securities Companies fortan um einen Marktanteil bemühen, der bis dahin von der Bank-Trust-Kooperation dominiert wurde.

Der zweite Reformpunkt unterstützte den ersten Punkt, indem das Genehmigungsverfahren für aufgelegte Investmentfonds durch ein Registrierungsverfahren ersetzt wurde. Ein standardisiertes Finanzprodukt der Securities Companies muss nicht mehr von der zuständigen Stelle im Staatsrat geprüft und erst nach einer Testphase zugelassen werden. Es reicht, wenn es vorher registriert wird.

Nicht lange nach der Ankündigung des Reformplans, der in der Wertpapierbranche begeistert aufgenommen wurde, setzte die CSRC die Reformpunkte in konkreten Vorschriften um. In Bezug auf die Neuerung der Finanzprodukte veröffentlichte die CSRC im Oktober und November 2012 zwei überarbeitete Bestimmungen:

- „Measures for the Administration of the Customer Asset Management Business of Securities Companies“ (CSRC Dokument 2012-87) und
- „Measures for Pilot Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies“ (CSRC Dokument 2012-83).

Zum einen lassen die neuen Vorschriften mehr Anlageklassen für die Securities Companies und Fund Management Companies zu, zum anderen erweitern sie spezifisch den Investitionsumfang in die Anlageklasse Aktien. Die folgenden Tabellen geben eine Übersicht über die Änderungen. In der linken Spalte sieht man, wie die

Securities Companies und Fund Management Companies vor der neuen Politik investieren durften, und in der rechten Spalte, wie sie danach investieren dürfen.

Tabelle 1: Änderungen 2012 bzgl. der zugelassenen Anlageklassen

Zugelassene Anlageklasse vor der neuen Kapitalanlagepolitik	Zugelassene Anlageklasse nach der neuen Kapitalanlagepolitik
<p>Entrusted assets shall be used to invest in:</p> <p>1. Stocks, bonds, securities investment funds, central bank bills, short-term financing bonds, asset-backed securities, financial derivatives, and commodity futures; and</p> <p>2. Other investment products as set forth by the CSRC.</p> <p>(“Trial Measures for Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies”, 2011: § 21)</p>	<p>Entrusted assets shall be used to invest in:</p> <p>1. Cash, bank deposits, stocks, bonds, securities investment funds, central bank bills, Non-financial corporate debt-financing instruments, asset-backed securities, commodity futures, and financial derivatives;</p> <p>2. Equity, creditor's rights and other property rights that are not transferred through the stock exchange; and</p> <p>3. Other investment products as set forth by the CSRC.</p> <p>(“Measures for Pilot Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies”, 2012: § 9)</p>

Tabelle 2: Änderungen 2012 bzgl. des Investitionsumfangs in Aktien

Investitionen in Aktien vor der neuen Kapitalanlagepolitik	Investitionen in Aktien nach der neuen Kapitalanlagepolitik
<p>When a securities company invests client assets under its management in securities issued by a single company, the investment must not exceed 10% of the total amount of those securities issued.</p> <p>(“Detailed Rules for the Targeted Asset Management Business of Securities Companies” (Trial Version); 2008: § 27)</p>	<p>entfällt</p> <p>(“Detailed Rules for the Targeted Asset Management Business of Securities Companies” 2012)</p>

<p>When a fund management company [...] participates in stock offering and subscription, the volume applied for by a single portfolio shall not exceed the total assets of that portfolio, and the number of shares applied for by a single portfolio shall not exceed the total number of shares to be offered as scheduled by the company offering the shares for the current time.</p> <p>The market value of shares held by a single asset management plan in a listed company may not exceed 20% of the net assets value of the plan; when a same asset manager uses all specific clients' assets under its management (including assets of single clients and several clients) to purchase securities offered by a same company, the assets may not exceed 10% of the securities.</p> <p>(“Trial Measures for Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies” 2011, §22)</p>	<p>entfällt</p> <p>(“Measures for Pilot Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies” 2012)</p>
---	--

Das in den Vorschriften genannte „asset management plan“ ist im Prinzip dasselbe Finanzinstrument wie das „Wealth Management Product“ der Banken oder der „Trust Plan“ der Trust Companies. All diese Finanzinstrumente sammeln und bündeln die Gelder der Kunden und investieren sie möglichst gewinnbringend. Allerdings erfordern sie unterschiedliche Mindestinvestitionen von den Kunden (Zhang, 2013b):

Tabelle 3: Mindestinvestitionen für verschiedene Finanzprodukte

Finanzprodukt	Kapitalverwaltungsgesellschaft	Mindestinvestition (RMB)
Public Mutual Fund	Fund Management Companies	5.000
Wealth Management Product	Geschäftsbanken	50.000
Targeted Asset Management Plan	Securities Companies	50.000
Trust Plan	Trust Companies	1.000.000
Asset Management Plan for Specific Clients	Fund Management Companies	1.000.000

Aus der obigen Tabelle ist es ersichtlich, dass die Fund Management Companies mit ihren Finanzprodukten auf eine ähnliche Kundengruppe abzielen können wie die Trust Companies. Sowohl ein Trust Plan als auch ein Asset Management Plan for Specific Clients ist ein Investmentfonds, der nicht öffentlich aufgelegt wird. Bisher waren die Fund Management Companies zwar der größte Verwalter von Publikumsfonds, aber ihre nicht öffentlichen Fonds, ähnlich wie bei den Securities Companies, waren aufgrund der gesetzlich eingeschränkten Anlageklassen praktisch bedeutungslos. Jetzt können die Fund Management Companies die Kunden mit attraktiveren Portfolios anlocken, da sie durch die neue Anlagepolitik der CSRC in ein breiteres Spektrum von Anlageklassen investieren dürfen.

Wenn die Fund Management Companies einen solchen Investmentfonds auflegen, muss der Fonds einen Mindestverwaltungsvermögen von 30 Mio. Yuan haben. Er kann im Auftrag eines einzelnen Kunden oder mehrerer Kunden aufgelegt werden (CSRC, 2012b: §§10, 11). Nach den alten Vorschriften, die die Investitionen eines Fonds in Aktien hinsichtlich des Nettoinventarwerts und der Gesamtmarktkapitalisierung einschränkten, durfte ein Fonds mit 30 Mio. Yuan (dem Anfangsmindestwert) nur bis zu 6 Mio. Yuan in die Aktien eines Unternehmens investieren (s. Tabelle 2). Bei einer Kurssteigerung mussten so viele Aktien wieder verkauft werden, bis der Marktwert der verbleibenden Aktien unter die 20 %-Grenze des Fondsnettovermögens fiel.

Bald wandte sich die bedeutendste Kundengruppe der Trust Companies, nämlich die Geschäftsbanken, ab (Zhang, 2013b). Unabhängig davon, dass die Fund Management Companies als neuer Akteur ins kundenspezifische Anlagegeschäft eingetreten sind, hätte die Bank-Trust-Kooperation im Jahr 2013 ohnehin nicht im vorherigen Umfang fortgesetzt werden können. Dafür gab es zwei Gründe:

Erstens mussten die Banken nach dem Inkrafttreten von Basel III eine neue Risikogewichtung vornehmen. Dabei mussten die nicht standardisierten Vermögenswerte, die überwiegend durch die Trust Companies angelegt waren, mit einem höheren Risikofaktor berechnet werden als die standardisierten Vermögenswerte wie Aktien oder Anleihen, die traditionell eine Stärke der Fund Management Companies waren. Die Banken hatten also Druck, eine Umschichtung ihrer Finanzinstrumente durchzuführen.

Zweitens führte die CBRC im März 2013 eine neue Bestimmung ein, die darauf abzielte, die Bank-Trust-Kooperation mit quantitativen Messzahlen zu regulieren (CBRC, 2013). Die neue Bestimmung gibt zum ersten Mal eine offizielle Definition für nicht standardisierte Vermögenswerte und legt fest, dass der Anteil nicht standardisierter Vermögenswerte nicht mehr als 35 % des gesamten Volumens der WMPs oder 4 % der gesamten Aktiva der Bank im Vorjahr betragen darf. Im Nachhinein betrachtet, war der Zeitpunkt der neuen Politik der CSRC für die Banken ideal. Die Securities Companies und Fund Management Companies konnten als Newcomer die WMPs für die Banken anstelle der Trust Companies verwalten. War es ein Zufall?

Im Nachhinein betrachtet, war die Personalentscheidung über Guo Shuqings ungewöhnlich. Sein Wechsel zur CSRC im Oktober 2011 schien außerplanmäßig zu sein. Im Jahr danach war der alle fünf Jahre stattfindende Parteikongress geplant, und ein neues Zentralkomitee wurde ernannt. Dabei änderte sich die Rangordnung vieler hoher Funktionäre. Üblicherweise wird die Liste der neuen Mitglieder des Zentralkomitees kurz vor dem Parteikongress, z.B. dem 18. im November 2012, festgelegt. Erst danach erfolgten die Personalwechsel in den wichtigsten Regierungsabteilungen anhand der neuen Rangordnung zwischen dem Parteikongress im Herbst 2012 und dem Nationalen Volkskongress im Frühjahr 2013.

Im Oktober 2011 war Liu Mingkang Vorsitzender der CBRC und Mitglied des 17. Zentralkomitees. Selbst wenn er in den Ruhestand gehen sollte, hätte dies nach dem Parteitag im November 2012 geschehen müssen, wenn er nicht mehr Mitglied des Zentralkomitees war. Als Parteisekretär der China Construction Bank (CCB) und stellvertretendes Mitglied des 17. Zentralkomitees befand sich Guo Shuqing Ende 2011 auf der Rangordnung der Vize-Ministerebene. Der Vorsitz der CSRC ist eine Position auf Ministerebene, was einen halben Rang höher ist. Nach dem Standard des Beförderungsverfahrens hätte Guo bis zum 18. Parteitag Ende 2012 warten müssen, um von einem stellvertretenden Mitglied zum Vollmitglied des Zentralkomitees befördert zu werden, und erst danach hätte er zum Vorsitzenden der CSRC aufsteigen sollen.

Die personellen Veränderungen bei den Finanzaufsichtsbehörden im Oktober 2011 deuten auf ein außerplanmäßiges Arrangement hin. Liu Mingkang ging früher in den Ruhestand und machte den Vorsitz der CBRC für Shang Fulin frei, damit Shangs Vorsitz der CSRC an Guo Shuqing gehen konnte. Guo wurde auf einen administrativ höher eingestuften Posten versetzt, obwohl sein parteiinterner Rang noch nicht entsprechend angehoben worden war. Solche Ausnahmen bei der Personalpolitik sind zwar selten, jedoch nicht ohne Präzedenzfall, wie etwa im Fall von Zhu Rongjis Beförderung vom Parteisekretär Shanghais zum Vize-Premierminister im Jahr 1991 (He und Gao, 1996). Wenn solche außerplanmäßigen Beförderungen stattfindet, liegt es erfahrungsgemäß an persönlichen Entscheidungen der obersten Führungsebene – vermutlich eines Mitglieds des Ständige Komitees des Politbüros.

In der chinesischen Finanzwelt hat Guo Shuqing ein ziemlich hohes Ansehen und wird als ein Regierungsfunktionär bezeichnet, der Makroökonom, Wissenschaftler und Bankier in einer Person vereint (Lu und Li, 2011). In den 1990er Jahren arbeitete er im State Committee for the Reform of the Economic System (SCRES) und war an der Gestaltung der wirtschaftlichen Reformen beteiligt. Während seiner Zeit bei der CCB erlebte er den Sanierungsprozess der Bank und den erfolgreichen Börsengang danach. Unter seiner Leitung verhielt sich die CCB sowohl loyal als auch vorsichtig. Im November 2008, als die Parteiführung das Konjunkturpaket beschloss, war die CCB die erste Bank, die mit der Kreditexpansion begann. Guo erklärte später: „Es ist unsere unumgängliche Pflicht, die makroökonomische Politik der Regierung umzusetzen“ (Guo, 2010). Im Jahr 2009 war die CCB wiederum die erste Bank, die das Wachstum ihres Kreditvolumens verlangsamte. Unter den vier großen Banken, die zusammen 50 % des nationalen Kreditvolumens ausmachen (ICBC, ABC, CCB und BoCom), hatte die CCB im Jahr 2009 die geringste Zunahme an neuen Krediten und die höchste Deckungsquote für Kreditausfälle (Guo, 2010).

Nachdem Guo Shuqing den Vorsitz der CSRC übernommen hatte, stieß er innerhalb kurzer Zeit viele neue Maßnahmen an. Im Jahr 2012 erließ die CSRC mehr als 70 neue Vorschriften. Diese außergewöhnliche Geschwindigkeit führte dazu, dass die Medien von einer "Guo'schen Neuen Politik" sprachen (Cao, 2013). Vielleicht wusste Guo zu dieser Zeit bereits, dass er bald seinen Posten als Vorsitzender der CSRC verlassen würde. Im März 2013, nachdem er im November davor Mitglied des 18. Zentralkomitees geworden war, wurde er offiziell zum stellvertretenden Parteisekretär der Provinz Shandong ernannt, mit der Aussicht auf das Amt des Gouverneurs. Nach den Gepflogenheiten der Partei werden hochrangige Kader wie Guo oft schon mehrere Monate im Voraus über ihre Ernennung informiert, bevor diese öffentlich bekannt gegeben wird, insbesondere bei so wichtigen Positionen wie der Führung einer bedeutenden Provinz wie Shandong.

Obwohl Guo von Oktober 2011 bis März 2013 nur 15 Monate lang Vorsitzender der CSRC war, stellte er während dieser rekordkurzen Amtszeit die Weichen für die chinesische Finanzindustrie neu. Er nutzte die Befugnisse der CSRC über die Finanzinstitute des Kapitalmarkts und förderte ihre Funktion als Vermögensverwalter. Durch den Eintritt von Securities Companies und Fund Management Companies in das Asset-Management-Geschäft entstanden Alternativen zur Bank-Trust-Kooperation, was das potenzielle Anlageportfolio für die WMPs der Banken diversifizierte.

Die Bedeutung der neuen Anlagepolitik der CSRC war nicht nur für die Finanzinstitute des Kapitalmarkts groß, sondern auch für die Banken. Über ihre neuen Vermögensverwalter konnte ein Teil ihrer nicht standardisierten Vermögenswerte auf dem Kapitalmarkt standardisiert werden. Die indirekte Beteiligung der WMPs der Banken am Kapitalmarkt verursachte auch einen Boom auf dem Aktienmarkt, der die Finanzierungsfrage der Banken beantwortete, zumindest für ein paar Jahre. Darauf gehe ich im nächsten Abschnitt ein.

6.3.4 Der Boom des „1,5-Marktes“

Guo Shuqing war der Vorsitzende der CSRC mit der kürzesten Amtszeit, aber das von ihm eingeführte Reformprogramm hat die chinesische Asset-Management-Branche geschaffen. Vor 2012 war das Wort Asset Management noch kein Begriff in der chinesischen Finanzwelt. Ab 2012 wurde es zu einem Schlagwort. Auch die Asset Management Association of China wurde in diesem Jahr gegründet. Auf dem Papier scheint es, dass alle Finanzinstitute³³ – Banken, Securities Companies, Trust Companies und Fund Management Companies – gleichermaßen um Kunden werben können. Zum Beispiel betragen die Mindestanlagebeträge für die Finanzprodukte von Banken und Securities Companies jeweils 50.000 Yuan und dürften daher für dieselbe Kundengruppe gleich interessant sein. Letztere haben theoretisch noch den Vorteil einer breiteren Anlagestrategie. In der Realität können die Securities Companies jedoch nicht wirklich mit den Banken konkurrieren.

Aus psychologischen Gründen betrachten die meisten Privatanleger die WMPs der Banken, und nur die WMPs der Banken als risikofreie Einlagen. Die Securities Companies genießen kein vergleichbares Maß an (blindem) Vertrauen. Für Unternehmenskunden hat der Kauf von WMPs der Banken noch eine zusätzliche

³³ Im Jahr 2012 gab es in China 68 Trust Companies, 153 Securities Companies (davon 39 mit Sponsor-Qualifikation) und 89 Fund Management Companies. Banken und Trust Companies sind an den meisten Securities Companies beteiligt, während die Securities Companies wiederum Mehrheits- oder Minderheitsanteile an der Hälfte der Fund Management Companies halten. Diese komplexen Eigentumsstrukturen spiegeln die Vielfältigkeit des staatlichen Eigentums wider.

Bedeutung – es gehört zur Pflege guter Kreditbeziehungen. Innerhalb der chinesischen Asset-Management-Branche bleiben die Banken unangefochtene Nummer eins, und die anderen drei Hauptakteure konkurrieren um den Kapitalanlageauftrag der Banken. Im ersten Jahr der neuen Anlagereform wuchs das von Securities Companies verwaltete Vermögen erheblich, von 280 Mrd. Yuan Ende 2011 auf 5,2 Bill. Yuan Ende 2013 (Zhang und Liu, 2015: 97), und 80 % dieses Wachstums gingen auf Aufträge der Banken zurück (Zhang, 2013b).

Ähnliche Entwicklungen fanden auch bei den Fund Management Companies statt. Im Jahr 2013 wuchs das von ihnen kundenspezifisch verwaltete Vermögen von null auf 941,4 Mrd. Yuan. Laut Schätzungen der Asset Management Association stammten etwa 45 % davon aus Aufträgen der Banken (Asset Management Association of China, 2013: 38). Zusammengefasst, was die Anlagereform 2012 bei den Securities Companies und Fund Management Companies gefördert hat, sind weniger neue unabhängige Asset Manager, sondern neue Asset Manager für die Banken.

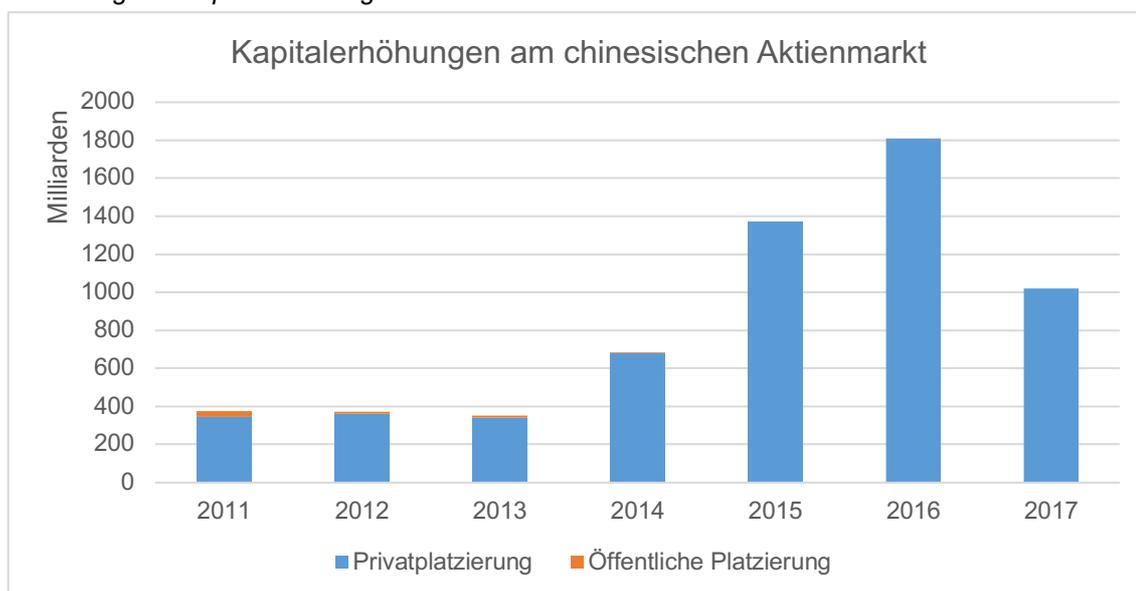
Für die Wissenschaftler, die sich mit dem chinesischen Schattenbankensystem³⁴ befassen, begann 2013 eine neue Entwicklungsphase (Tan et al., 2017: chap. 1.1.3). Ab diesem Jahr wurden die Channeling-Verbindungen zwischen den Finanzinstituten wesentlich komplexer – als Folge einer bewussten Neusteuerung der Kapitalanlagepolitik (Pettis, 2013a). Einerseits wurde das Channeling-Geschäft zwischen Banken und Trust Companies auf andere Finanzinstitute in Form neuer Kapitalanlageverträge erweitert (Chen; Wu et al., 2018). Andererseits richteten die Nichtbank-Finanzinstitute untereinander Investitionskanäle ein (Xing, 2012). Die Beziehung zwischen Kapital und zugrunde liegenden Vermögenswerten wurde noch undurchsichtiger im Vergleich zur Phase der Bank-Trust-Kooperation (Ehlers et al., 2018: 9ff.).

Demnächst erkläre ich, wie die neuen Asset Manager der Banken den sog. „1,5-Markt“ auf dem chinesischen Aktienmarkt etablierten. Der „1,5-Markt“ bezeichnet gezielte Aktienplatzierungen bzw. Privatplatzierungen. Eine Privatplatzierung zählt zur Kapitalerhöhung durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien von einem Unternehmen, das bereits börsennotiert ist. In Europa und den USA werden solche Ausgaben meistens öffentlich platziert. Denn eine öffentliche Emission richtet sich an alle Investoren auf dem Markt und maximiert somit das Finanzierungspotenzial, was in der Regel vorteilhafter für den Emittenten ist. Eine nicht öffentliche Emission ist nur für eine ausgewählte Gruppe von Investoren zugänglich und schränkt das potenzielle Emissionsvolumen eher ein.

³⁴ Inwieweit Chinas Schattenbanken von der Definition des Financial Stability Board abweichen, kann nachgelesen werden in: (Guo und Xia, 2014; Tang, 2016).

In China ist es genau umgekehrt. Bei Kapitalerhöhungen sind nicht öffentliche Emissionen häufiger als öffentliche Emissionen. Abbildung 18 zeigt die Kapitalerhöhungen, die auf dem chinesischen Aktienmarkt zwischen 2011 und 2017 durch die beiden Methoden erzielt wurden. Zwischen 2015 und 2017 waren die nicht öffentlichen Emissionen so stark, dass sie die öffentliche Variante vollständig ersetzten. Kurz nach 2013 begann das Volumen der Privatplatzierung schnell zu wachsen, mit einer jährlichen Wachstumsrate von 197 %, 201 % und 132 % zwischen 2014 und 2016. Im Jahr 2016 erreichte es den Höchststand von über 1,8 Bill. Yuan. In diesen drei Jahren konnten fast 4 Bill. Yuan durch Privatplatzierungen beschafft werden.

Abbildung 18: Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen in China 2011-2017



Quelle: (China Society for Finance and Banking, 2019); eigene Darstellung

Börsennotierte Unternehmen, die neue Aktien ausgeben möchten, müssen den von der CSRC im Jahr 2006 erlassene „Measures for the Administration of the Issuance of Securities by Listed Companies“ folgen. Für privat platzierte Ausgaben gilt zusätzlich noch die Durchführungsbestimmung „Detailed Implementation Rules for the Private Placement by Listed Companies“. Die letzten Revisionen vor 2014 waren jeweils im Jahr 2008 und 2011. Das bedeutet, dass die Rechtsgrundlage, die um 2014 herum von den Emittenten eingehalten werden musste, die gleiche war. Der deutliche Anstieg des Umfangs privat platzierter Aktien kann also nicht damit erklärt werden, dass deren Durchführung einfacher geworden wäre. Untersuchungen von chinesischen Wissenschaftlern haben herausgefunden, dass sich die Struktur der Investoren verändert hat.

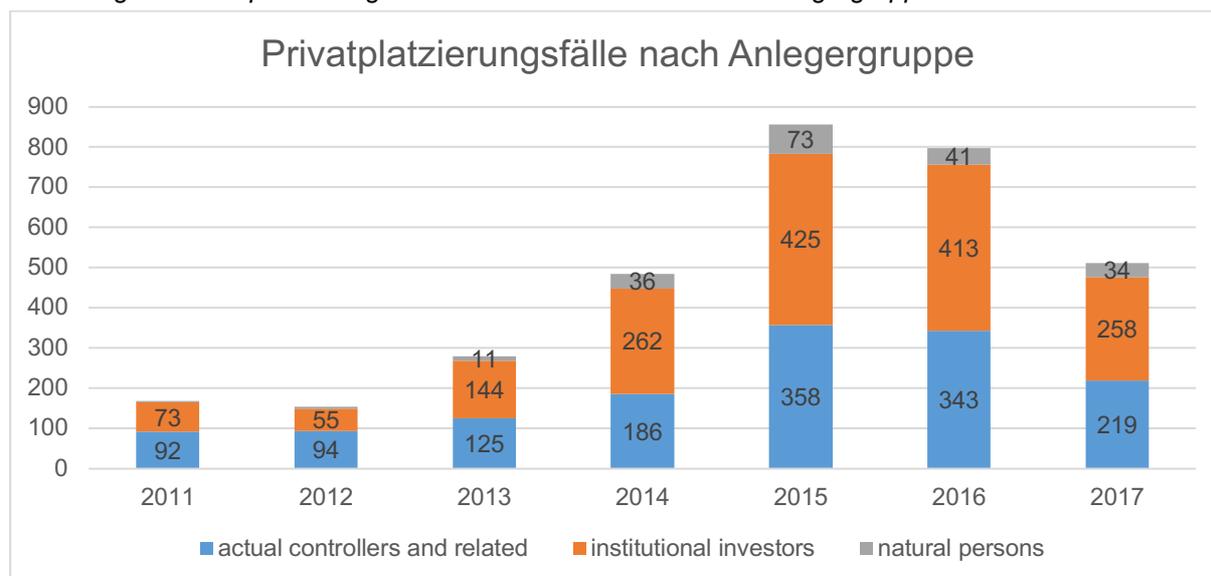
Investoren, die an nicht öffentlichen Emissionen teilnehmen, werden als „targets for the non-public issuance of stocks“ (CSRC, 2011: §5) oder „issuing targets“ (ebd.: §8)

bezeichnet. Die Anzahl dieser Investoren darf pro Privatplatzierung maximal zehn sein (ebd.: §8). Die CSRC teilt die für Privatplatzierung zugelassenen Anleger in drei Gruppen ein und behandelt sie regulatorisch unterschiedlich. Die erste Gruppe ist „the controlling shareholder or actual controller of the listed company, or the related party of the said controlling shareholder or actual controller“. Kapitalerhöhungen, an denen der „actual controller“ des Unternehmens beteiligt sind, unterliegen den umfangreicheren Publizitätsvorschriften und Auflagen, da in diesem Fall das Risiko des Insiderhandels und der Kursmanipulation verständlicherweise am größten ist. Die „actual controllers“ haben eine Sperrfrist von 36 Monaten einzuhalten, bevor sie ihre in der Privatplatzierung erworbenen Aktien verkaufen dürfen.

Die zweite Anlegergruppe ist „the institutional investors“. Diese Gruppe schließt vor allem diverse Kapitalverwaltungsgesellschaften (lawful investment organizations) wie die Publikumsfonds, Securities Companies, Fund Management Companies und Versicherungsunternehmen ein. Für sie gilt eine Sperrfrist von 12 Monaten. Zur dritten Anlegergruppe zählen schließlich natürliche Personen.

Eine Studie, die die zwischen 2006 und 2017 durchgeführten Privatplatzierungsfälle nach der daran beteiligten Anlegergruppe erfasst, kam zu dem Ergebnis: Die hauptsächlichen Abnehmer privat platzierter Aktien sind entweder die beherrschenden Aktionäre oder die institutionellen Anleger. Zusammen sind 94,35 % der Privatplatzierungsfälle diesen beiden Gruppen zuzuschreiben. Im Jahr 2013 begann die Anzahl der institutionellen Anleger stark anzusteigen und überholte die der beherrschenden Aktionäre. Seitdem sind die institutionellen Anleger die stärkste Kraft (s. Abbildung 19).

Abbildung 19: Privatplatzierungsfälle in China 2011-2017 nach Anlegergruppe



Quelle: (Li, 2018: 22); eigene Darstellung

Im Abschnitt über spekulatives Kapital habe ich analysiert, wie Private Equity Fonds in den Jahren 2009 bis 2011 den neu eingeführten ChiNext-Markt und andere IPOs nutzten, um spekulative Gewinne zu erzielen (s. 6.2.1). Dieses Geschäftsmodell basiert im Wesentlichen auf der Ausnutzung von Preisunterschieden zwischen dem IPO-Markt und dem Sekundärmarkt. Genau genommen handelt es sich um Arbitrage, nicht um Investitionen.

Ab 2013 wurde dieses Modell von institutionellen Anlegern übernommen, die an nicht öffentlichen Aktienplatzierungen teilnahmen. Sie nutzten den Preisunterschied zwischen dem „1,5-Markt“ und dem Sekundärmarkt. Laut einer journalistischen Untersuchung (Guo, 2013) regten Fund Management Companies und Securities Companies gezielt bei interessierten Unternehmen an, Privatplatzierungen zu initiieren, nachdem sie beim Aktieninvestment nicht mehr durch doppelte Einschränkungen hinsichtlich des Nettoinventarwerts und der Gesamtmarktkapitalisierung begrenzt waren (s. 6.3.3). Dies führte in den folgenden Jahren zu einem Boom der Privatplatzierungen.

Während des Booms waren die Arbitragegewinne für die institutionellen Anleger bei den Privatplatzierungen beachtlich. Zwischen 2012 und 2016 lag der Emissionspreis bei Privatplatzierungen durchschnittlich 24,98 % unter dem Marktpreis am Vortag der Privatplatzierung. Zwölf Monate später, als die Sperrfrist ablief, lag der Aktienkurs am darauf folgenden ersten Handelstag durchschnittlich 37,64 % über dem Emissionspreis (Mu, 2018: 27).

Als größter einzelner Kunde der Asset-Management-Industrie war das Bankwesen ein Nutznießer des Booms der Privatplatzierungen. Der risikoarme Teil der Arbitragegewinne floss zurück zu den Banken. Gleichzeitig konnten Banken als Emittenten ihre eigenen Privatplatzierungen lancieren. Bis Ende 2017 beschafften sich die Banken in 11 Privatplatzierungen mindestens 217,97 Milliarden Yuan zusätzliches Eigenkapital (Wu und Wu, 2018). Für die Banken war die neue Anlagepolitik vorteilhaft, und ihr Initiator, Guo Shuqing, kehrte 2017 von seinem Amt als Parteisekretär von Shandong zum Staatsrat zurück – dieses Mal als neuer Vorsitzender der China Banking Regulatory Commission (CBRC).

7 Zweite Auswertungsergebnisse

Ab 2013 leiteten Securities Companies und Fund Management Companies einen Teil der enormen Mengen an Vermögensverwaltungsgeldern in den Aktienmarkt. Um möglichst schnell und möglichst hohe Renditen mit den Geldern zu erzielen, entschieden sie sich für das Instrument der Privatplatzierung anstelle langfristiger Investitionen auf dem Sekundärmarkt. Von 2013 bis 2017 sammelten 1644 Unternehmen 5226 Mrd. Yuan durch 2931 Privatplatzierungen ein (Li, 2018: 20f.). Nach Abzug der etwa 218 Mrd. Yuan, die in die börsennotierten Banken flossen, konnte jede Privatplatzierung im Durchschnitt etwa 1,7 Mrd. Yuan an Kapital beschaffen, pro Unternehmen sogar noch mehr.

Es liegt nahe anzunehmen, dass ein solcher gewaltiger Finanzierungsschub die zukünftige Ausrichtung eines Unternehmens verändern muss. Bereits nach der früheren Euphorie des spekulativen Kapitals für den neuen ChiNext-Markt gab es nüchterne Beobachtungen, dass diejenigen Unternehmen, die plötzlich das Zigfache ihrer vorherigen Betriebsergebnisse einwerben konnten, nicht unbedingt weiter in ihr Kerngeschäft investierten (Jian, 2010). Es ist nicht immer möglich, im Kerngeschäft zu expandieren, weil der Absatzmarkt gesättigt ist oder die Rohstoffversorgung begrenzt ist. Um das erhaltene Kapital zu verbrauchen, haben diese Unternehmen oft keine andere Option, als in den Übernahmemarkt einzutreten. Im Vergleich mit dem ChiNext-Markt spülte der Boom der Privatplatzierungen noch mehr Kapital in die Unternehmen auf dem ganzen Aktienmarkt. Haben die Unternehmen dadurch das nötige Kapital, um Auslandsinvestitionen zu tätigen?

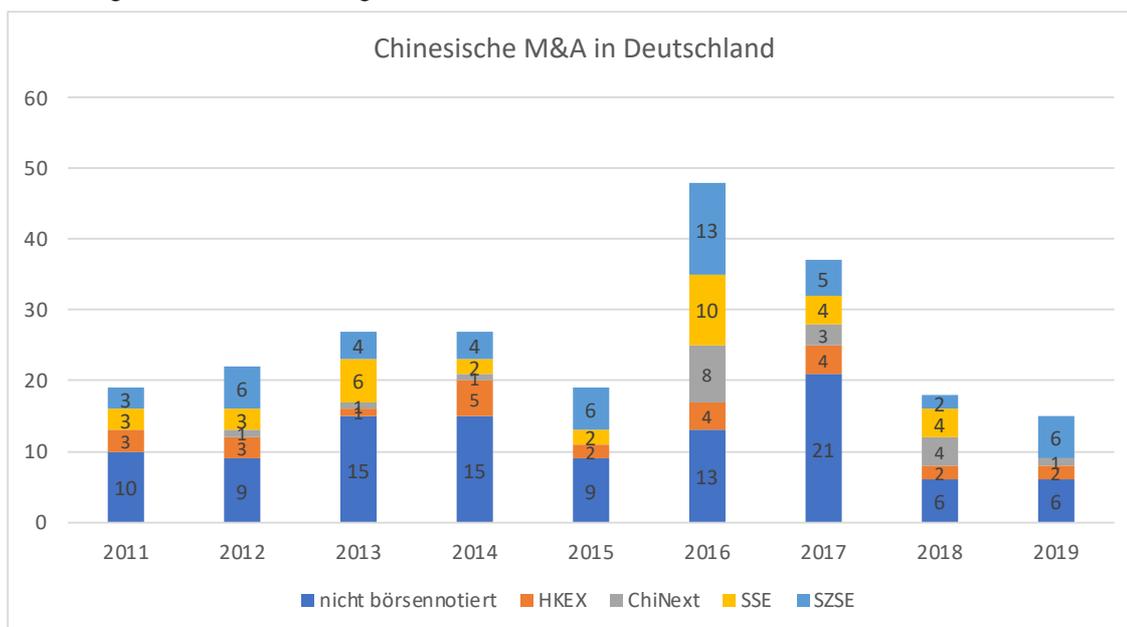
7.1 IPOs und Privatplatzierungen unter den chinesischen Investoren in Deutschland

In diesem Abschnitt überprüfe ich, ob die chinesischen Investoren, die zwischen 2011 und 2019 Unternehmensbeteiligungen in Deutschland getätigt haben, von der Einführung des ChiNext-Marktes und den Privatplatzierungen finanziell profitiert hatten.

Auf der folgenden Abbildung (s. Abbildung 20) sehen wir die Übernahmen deutscher Unternehmen durch chinesische Investoren sowie deren Börsennotierungen in den Jahren 2011 bis 2019. Dabei fällt auf, dass die an der HKEX in Hongkong notierten Unternehmen gleichmäßig über die Jahre verteilt sind, ohne dass ein bestimmtes Jahr besonders hervorsticht. Die HKEX kann als Referenz für den Festland-Aktienmarkt betrachtet werden. Sie unterliegt nicht der Regulierung der CSRC oder CBRC und spiegelt als Teil des internationalen Kapitalmarkts eher die Entwicklungen der globalen Finanzmärkte wider. Im Gegensatz dazu zeigt der Aktienmarkt auf dem chinesischen Festland Veränderungen im chinesischen Finanzsystem.

Die Investoren, die am Festland-Aktienmarkt notiert sind, sind ungleichmäßig verteilt, wobei das Jahr 2016 besonders auffällt. In diesem Jahr stieg die Zahl der im ChiNext-Markt und im Hauptmarkt notierten Unternehmen deutlich an. Dieser Vergleich zeigt, dass die Veränderungen bei chinesischen Investitionen in Deutschland nicht durch die Börsennotierung der Investoren an sich beeinflusst werden, sondern durch die Tatsache, dass sie am Festland-Aktienmarkt in China notiert sind.

Abbildung 20: Börsennotierungen der chinesischen Investoren nach Jahr



Bedenkt man, dass grenzüberschreitende M&A in der Regel mit zeitaufwendigen Such-, Beratungs- und Verhandlungsprozessen verbunden sind, sind 1 bis 2 Jahre Vorlaufzeit bis zum Vertragsabschluss normal. Die Zeit, zu der Unternehmen beginnen, nach Übernahmekandidaten zu suchen, sollte also etwa 1 bis 2 Jahre vor den in der Abbildung dargestellten Daten liegen. Die M&A-Daten von 2016 spiegeln tatsächlich die Veränderungen auf dem chinesischen Festland-Aktienmarkt in den Jahren 2014-2015 wider. Diese Zeitperiode war genau die Phase, in der das Volumen der privat platzierten Aktien in China rasant anstieg.

Haben die chinesischen Investoren in Deutschland Privatplatzierungen durchgeführt? Um diese Frage zu beantworten, muss ich weitere Daten sammeln. Gemäß den Vorschriften der CSRC (CSRC, 2011: §14) müssen börsennotierte Unternehmen Informationen über ihre Privatplatzierungspläne offenlegen. Diese Informationen umfassen unter anderem den Beschluss des Vorstands zur Durchführung der Privatplatzierung, das Emissionskonzept, die Antworten der CSRC auf den Genehmigungsantrag des Unternehmens, Berichte über den Emissionsverlauf und Änderungen in der Aktionärsstruktur. Die vorgeschriebenen Bekanntmachungen findet

man auf den Websites der Börsenbetreiber³⁵ oder der von der CSRC autorisierten Anzeigewebsite³⁶.

Nachdem die Investoren, die nicht börsennotiert sind oder außerhalb des chinesischen Festlands notiert sind, ausgeschlossen wurden, blieben noch 82 Unternehmen übrig. Nach der Auswertung der Berichte dieser 82 Unternehmen aus den Jahren 2013 bis 2019 habe ich folgende Ergebnisse ermittelt (s. Abbildung 21):

Von den 82 Unternehmen, die an den Festlandbörsen gelistet sind, sind 52 erst ab 2010 an die Börse gegangen. Knapp die Hälfte davon – 25 Unternehmen – führte innerhalb von zwei Jahren nach ihrem Börsengang eine Übernahme in Deutschland durch.

47 von den 82 Unternehmen haben Privatplatzierungen durchgeführt. 25 von den 47 Investoren übernahmen ihre deutsche Tochtergesellschaft innerhalb von zwei Jahren nach der Kapitalerhöhung.

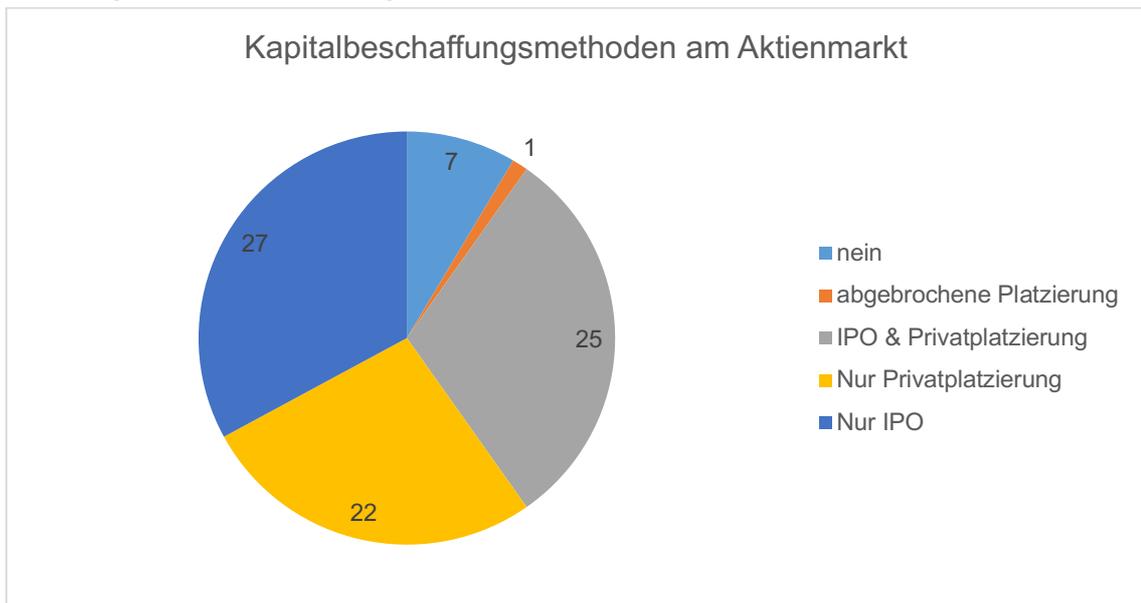
25 Unternehmen haben die börsenbezogenen Finanzierungsmöglichkeiten seit 2010 mindestens zweimal genutzt – einmal durch den IPO und einmal durch die Privatplatzierung.

Ein Unternehmen hatte zwar mit der Privatplatzierung begonnen, musste den Vorgang jedoch abbrechen. Es gab lediglich sieben börsennotierte Investoren, die keine Kapitalerhöhungsmaßnahmen auf dem Aktienmarkt unternommen haben. Mit anderen Worten: 90 % der börsennotierten Investoren nutzten die Finanzierungsmöglichkeiten einer Privatplatzierung und/oder eines IPOs. Die Bedeutung der IPOs und der Privatplatzierung für die börsennotierten Investoren in Deutschland kann empirisch festgestellt werden.

³⁵ www.szse.cn, www.sse.com.cn

³⁶ www.cninfo.com.cn

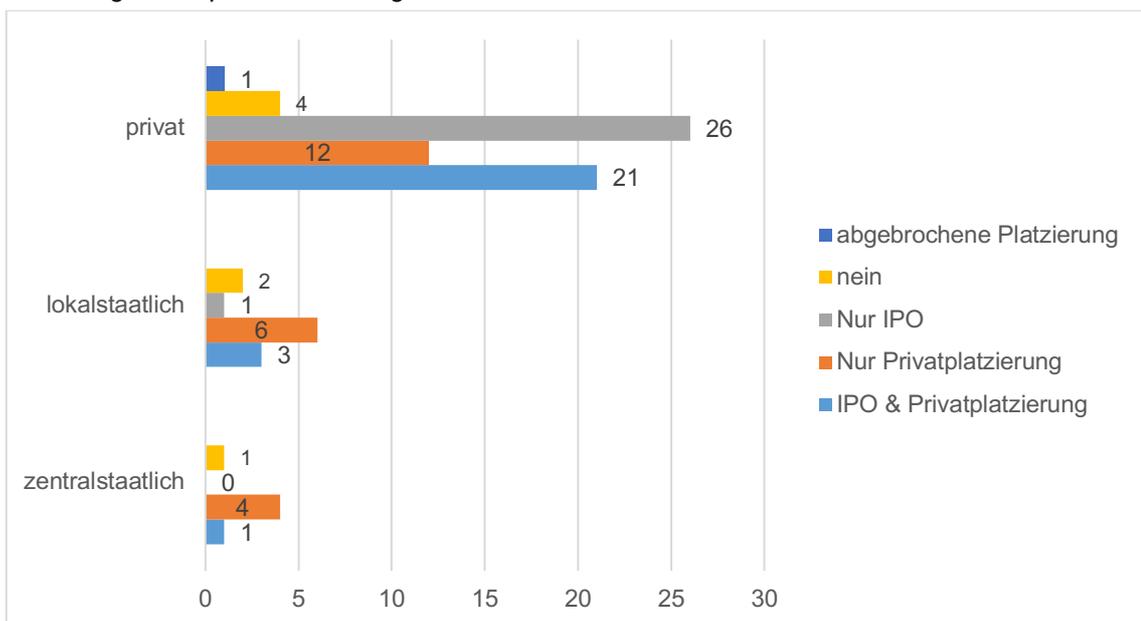
Abbildung 21: Aktienfinanzierung börsennotierter chinesischer Investoren in Deutschland



Die nächste Abbildung schlüsselt die obige Kapitalbeschaffungsstatistik nach dem Actual Controller der Investoren auf (s. Abbildung 22). Bei den neu börsennotierten Unternehmen handelt es sich überwiegend um Privatunternehmen. Da der Börsengang der Staatsunternehmen bevorzugt zugelassen wurden und daher meistens bereits vor 2010 durchgeführt wurden, findet man unter den IPO-Nachzählern überwiegend die Privatunternehmen.

Bei 47 Privatplatzierungen entfielen 33 (12 nur Privatplatzierung + 21 sowohl IPO als auch Privatplatzierung) auf Privatunternehmen, 9 auf lokalstaatlichen Unternehmen und 5 auf zentralstaatlichen Unternehmen.

Abbildung 22: Kapitalbeschaffungen am Aktienmarkt nach dem Actual Controller der Investoren



Allerdings hat das Aufkommen von Kapitalerhöhungen nicht automatisch dazu geführt, dass viele Unternehmen begannen, Auslandsinvestitionen in Betracht zu ziehen. Auf dem ersten Cross-border Investment und M&A Summit³⁷, das am 17. und 18.04.2014 in Shanghai stattfand, trat der stellvertretende Geschäftsführer der SSE, Xu Ming, auf. Obwohl 737 von etwa 900 auf der Shanghaier Börse gelisteten Unternehmen zwischen 2012 und 2013 M&A-Projekte mit einem Gesamttransaktionsvolumen von 656 Mrd. Yuan gestartet hatten, sagte Xu Ming in seiner Rede, es handele sich in lediglich 12 Fällen um M&A im Ausland (Mu, 2014). Das waren nur 1,6 Prozent.

Xu fasste drei Hürden zusammen, die diese geringe Anzahl von grenzüberschreitenden M&A erklärten: Erstens, ein kompliziertes und zeitaufwendiges Prüf- und Genehmigungsverfahren, zweitens, relativ hohe Schwelle bei den Aktiendeals oder Aktienübernahmen und drittens, der Mangel an vielfältigen Finanzierungsquellen. Dadurch würden chinesische Unternehmen in der Vergangenheit bei grenzüberschreitenden M&A benachteiligt. Aufgrund der zeitlichen Unberechenbarkeit ihrer Genehmigungen in China hätten die chinesischen Unternehmen einen Nachteil in den internationalen Bieterverfahren um Zielunternehmen gegenüber anderen (westlichen) Wettbewerbern und verpassten dadurch häufig das optimale Zeitfenster des Unternehmenskaufs. Um einen höheren Kaufpreis für größere Zielunternehmen bezahlen zu können, wären häufig zusätzliche Kapitalerhöhungen notwendig. Wenn sich die Kapitalbeschaffungsmaßnahmen weiter auf die ersparten Gewinne und Fremdfinanzierung beschränkten, würden nur M&A in kleinen Dimensionen denkbar sein. Zum Schluss seiner Rede deutete Xu Lösungsansätze an und prognostizierte, dass die börsennotierten Unternehmen, obwohl sie derzeit noch nicht besonders aktiv sind, bald viel aktiver sein würden (ebd.: 45).

Als stellvertretender Geschäftsführer der SSE war Xu Ming zum Zeitpunkt des M&A-Gipfels bereits über neue Bestimmungen informiert, welche die regulatorischen Bedingungen für grenzüberschreitende M&A verändern würden. Darauf gehe ich im nächsten Abschnitt ein.

³⁷ Die Veranstalter des Gipfels waren 21st Century Business Herald (die auflagenstärkste Wirtschaftstageszeitung in China), Morning Whistle (ein auf M&A spezialisiertes Informationsportal) und das Handelsministerium.

7.2 Eine M&A-freundliche regulatorische Umgebung

Seit über 20 Jahren sind die Auslandsinvestitionen, die in China bildhaft als „Herausgehen“³⁸ bezeichnet werden, ein ausformuliertes Thema auf der nationalen Planungsebene. Auf der 5. Plenartagung des 15. Zentralkomitees im Oktober 2000 wurde die Going-out-Strategie zum ersten Mal in den Vorschlag zum 10. Fünfjahresplan (2001–2005) aufgenommen und somit Teil von Chinas wirtschaftspolitischem Rahmenwerk. In allen drei darauffolgenden Fünfjahresprogrammen – dem 11. (2006-2010), 12. (2011-2015) und 13. (2016-2020) – fand die Going-out-Strategie Eingang.

Innerhalb des Zeitschnitts des 12. Fünfjahresprogramms fand ein Führungswechsel der KPCh statt. Üblicherweise gibt das neue Zentralkomitee seine eigene Ausrichtung für die Partei- und Regierungsarbeit der kommenden Jahre an. Das 18. Zentralkomitee erließ 2013 den Beschluss über die umfassende Vertiefung der Reformen und setzte den Ton für eine stärkere Rolle des Marktes in den wirtschaftlichen Aktivitäten. In Folge des Parteibeschlusses wurden mehrere Politnormen und Gesetze in den Regulierungsgebieten der Unternehmensbeteiligungen und Kapitalmarktentwicklung revidiert oder neu erlassen. Im Zusammenwirken schufen sie eine freundlichere regulatorische Umgebung für chinesische Unternehmensbeteiligungen im Inland und Ausland. In diesem Abschnitt fasse ich den Normensetzungsprozess und die regulatorischen Veränderungen zusammen.

7.2.1 Beschluss des 18. Zentralkomitees über die umfassende Vertiefung der Reformen

Decision of the CPC Central Committee on Several Major Issues concerning Comprehensively Deepening Reforms (oder: Der Beschluss des Zentralkomitees über die umfassende Vertiefung der Reformen) ist ein zentrales Parteidokument, das vom 18. Zentralkomitee der KPCh³⁹ erlassen wurde. Der Beschluss wurde auf der 3. Plenartagung des 18. Zentralkomitees im November 2013 verkündet. Die 3. Plenartagung des jeweiligen Zentralkomitees wird traditionell als die symbolträchtigste Plenartagung betrachtet. In den Worten Xi Jinpings:

³⁸ In der englischsprachigen Literatur wird diese Strategie auch häufig als Going-global-Strategie übersetzt.

³⁹ Das 18. Zentralkomitee wurde auf dem 18. Parteitag der KPCh im November 2012 bestätigt und bestand im Zeitraum 2012–2017 aus 205 Vollmitgliedern und 171 nicht stimmberechtigten Kandidaten. Im Rahmen des Parteitags fand auch gleich die 1. Plenartagung des neu zusammengesetzten Zentralkomitees statt, das Xi Jinping als Generalsekretär der Partei und Vorsitzenden der Zentralen Militärkommission bestätigte.

„Since the reform and opening-up initiative was introduced in 1978, the third plenary sessions of past CPC central committees have provided the public with important information for judging the governance policy and focuses of the new generations of Party leadership. The discussion topics, decisions made, measures to take, and signals released bore great significance for the Party's work in the five to 10 years following the plenums.“ (Xi, 2013: Part I)

Auf dem alle fünf Jahre stattfindenden nationalen Parteitag findet die jeweilige 1. Plenartagung des neu zusammengesetzten Zentralkomitees statt. Die 1. Plenartagung dient der Bestätigung der Spitzenpositionen in der Partei wie dem Generalsekretär der Partei, der Mitglieder des Politbüros, der Zentralen Militärkommission und der Zentralen Disziplinarkommission. Sie schafft somit Personalklarheit an Chinas Machtspitze zu Beginn der Arbeitsperiode eines jeweiligen Zentralkomitees (18th Central Committee of the CPC, 2012). Die 2. Plenartagung, in der Regel 3–4 Monate nach der Tagung des Parteitags, symbolisiert die Aufnahme der Arbeit des amtierenden Zentralkomitees. Erst auf der 3. Plenartagung, die im Herbst des Folgejahres des Parteitages stattfindet, präsentiert das Zentralkomitee wichtige Beschlüsse. Solche Parteibeschlüsse fungieren fortan als übergeordnete Richtlinien für die Partei- und Regierungsarbeit des Zentralstaates in den darauffolgenden Jahren (bis mindestens zum nächsten Parteitag).

Der Beschluss über die umfassende Vertiefung der Reformen (im Folgenden: der Beschluss) besteht aus drei Teilen. Der erste Teil widmet sich den grundsätzlichen Gedanken über die Bedeutsamkeit, Richtlinien und Ausrichtung der umfassenden Vertiefung der Reformen. Der zweite Teil listet sechs Politikfelder sowie die darin enthaltenen Teilbereiche auf, die vertieft reformiert werden sollen. Diese sechs Politikfelder sind das Wirtschaftssystem (Teilbereiche II–VII), das politische System (VIII–X), Kultur (XI), Gesellschaft (XII–XIII), Ökologie (XIV) und Landesverteidigung (XV). Unter allen sechs Politikfeldern nimmt das Wirtschaftssystem mit 6 Teilbereichen und 22 Abschnitten (§ 5–§ 22) den größten Raum ein (s. Tab. 1). Denn: „Economic system reform is the focus of deepening the reform comprehensively.“(Xi, 2013) Der dritte und letzte Teil des Beschlusses unterstreicht die Führungsposition der KPCh in der Leitung der zu vertiefenden Reformen.

Tabelle 4: Verzeichnis des Politikfeldes „das Wirtschaftssystem“ in Decision of the CPC Central Committee on Several Major Issues concerning Comprehensively Deepening Reforms

- II. Adhering to and Improving the Basic Economic System
 - 5. Improving the property rights protection system.
 - 6. Vigorously developing a mixed economy.
 - 7. Promoting a modern corporate system for SOEs.
 - 8. Supporting the healthy development of the non-public sector.
- III. Accelerating the Improvement of the Modern Market System

9. Enacting market rules that are fair, open and transparent.
 10. Improving the mechanism whereby prices are mainly determined by the market.
 11. Forming a unified construction land market for both urban and rural areas.
 12. Improving the financial market.
 13. Deepening reform of the management system for science and technology.
- IV. Accelerating the Transformation of Government Functions
14. Improving the macro control system.
 15. Fully and correctly performing government functions.
 16. Streamlining the government structure.
- V. Deepening the Reform of the Fiscal and Taxation Systems
17. Improving the budget management system.
 18. Improving the taxation system.
 19. Establishing a system whereby authority of office matches responsibility of expenditure.
- VI. Improving Mechanisms and Institutions for Integrated Development of Urban and Rural Areas
20. Accelerating the building of a new type of agricultural operation system.
 21. Endowing farmers with more property rights.
 22. Promoting equal exchanges of factors of production and balanced allocation of public resources between urban and rural areas.
 23. Improving the institutions and mechanisms for promoting the sound development of urbanization.
- VII. Building a New Open Economic System
24. Relaxing control over investment access.
 25. Speeding up the construction of free trade zones.
 26. Further opening up inland and border areas.

Was genau steht im Mittelpunkt der umfassenden Vertiefung der Reformen? Welches wichtige Signal soll der Beschluss aussenden?

„Here, I would like to explain the considerations of the CPC Central Committee on the major issues and key measures mentioned in the Decision of the Third Plenary Session of the 18th CPC Central Committee. **First of all, we should let the market play the decisive role in allocating resources and let the government play its functions better.** This is a major theoretical proposition in the Decision, because economic restructuring is still the focus of deepening reform comprehensively, and the appropriate handling of the relationship

between the government and the market is still the core issue of the reform of the economic system.“(Xi, 2013: Part II, orig. Hervorhebung)

Der Beschluss hat laut Xi Jinpings Erklärung eine bahnbrechende Kernaussage getroffen, die „a new positioning“ (Xi, 2013) für das Verhältnis zwischen Markt und Regierung darstellt. Die neue Generation der Parteiführung hält es als angemessen, dass der Markt die entscheidende Rolle (decisive role) in der Ressourcenallokation spielen soll.

Welches Verhältnis zwischen Markt und Regierung von der Parteiführung als angemessen betrachtet wurde, hat sich seit der parteitheoretischen Einführung der Sozialistischen Marktwirtschaft im Jahr 1992 mehrmals gewandelt. Bis zu dem Zeitpunkt des Beschlusses sprachen die vergangenen Zentralkomitees grundsätzlich nur von der „basic role of the market“, allerdings immer wieder mit angepassten Nuancen und neuer Betonung. Das 14. Zentralkomitee (1992–1997)⁴⁰ und 15. Zentralkomitee (1997–2002) sprachen von „allowing the market to play the basic role in allocating resources under state macro control“(Xi, 2013). Es ist deutlich, dass der Markt damals in der Ressourcenallokation im Vergleich mit der Regierung eine untergeordnete Rolle spielen sollte. Das 16. Zentralkomitee (2002–2007) setzte die Rolle des Markts nicht mehr in den direkten Vergleich mit der Regierung und sprach von „give a fuller play to the basic role of the market in the allocation of resources“(Xi, 2013). Dies ist eine erkennbare Änderung von dem passiveren „allowing“ zu dem aktiveren „giving“. Das 17. Zentralkomitee (2007–2012) wollte „introduce institutions to give better play to the basic role of market forces in allocating resources“(Xi, 2013). Auf dem 18. Parteitag im November 2012 kündigte der scheidende Generalsekretär Hu Jintao mit Blick auf die Zukunft an, die Partei solle „leverage to a greater extent and in a wider scope the basic role of the market in allocating resources“(Hu, 2012). Die Frage, was unter Hus Formulierung „to a greater extent and in a wider scope“ zu verstehen ist, wird in dem Beschluss beantwortet: „[...]after much discussion and research, the Party Central Committee agreed that it was time to introduce a new theoretical expression concerning this matter [the appropriate handling of the relationship between the government and the market], and that the ‘basic role’ of the market in allocating resources should be revised to a ‘decisive role.’“(Xi, 2013)

⁴⁰ Auf dem 14. Parteitag wurde der Begriff socialist market economy eingeführt und der Aufbau der sozialistischen Marktwirtschaft als Ziel gesetzt. Dadurch war es nötig, die Rolle des Markts in dem Konstrukt der sozialistischen Marktwirtschaft offiziell zu bestimmen.

Während der Markt die maßgebliche Rolle in der Ressourcenallokation spielen soll, soll die Regierung laut des Leitsatzes des Beschlusses ihre Funktionen besser ausüben. Diese Funktionen der Regierung erklärte Xi folgendermaßen:

„[...] the main responsibility and role of the government is to maintain the stability of the macro economy, strengthen and improve public services, ensure fair competition, strengthen oversight of the market, maintain market order, promote sustainable development and common prosperity, and intervene in situations where market failure occurs.”(Xi, 2013)

In der chinesischen Normenhierarchie gilt ein Dokument wie der Beschluss des Zentralkomitees über die umfassende Vertiefung der Reformen als Polaritätsnorm der Partei. Polaritätsnormen regeln das Verhältnis zwischen zwei oder mehreren als alternativ bzw. antithetisch aufgefassten Aspekten eines Prozesses oder Bereiches und geben den Grundsatz vor, der für einen längeren Zeitraum Gültigkeit besitzt. Markt und Regierung sind zwei alternative Aspekte in der Ressourcenallokation. Der Grundsatz der maßgeblichen Rolle des Markts hat den Stellenwert eines übergeordneten Leitfadens, der die Richtung weisen soll. Dieser überragende Stellenwert spiegelt sich auch in dem Parteistatut wider. Bei der Überarbeitung der Satzung der KPCh im Oktober 2017 wurde die neue Definition über das Verhältnis zwischen Markt und Regierung aufgenommen (The 19th National Congress of the Communist Party of China, 2017).

Während Polaritätsnormen die Grundsatzfragen wie „what banner to hold and what path to take“ (Xi, 2013) beantworten, ist es die Aufgabe der Regierungsbehörden, den Tenor der Parteiführung anhand weiterer Politnormen, Gesetze und Verordnungen zu interpretieren, auszuführen und zu konkretisieren – ein Vorgang, der im Chinesischen als „implementing the spirit of the Party leadership“ bezeichnet wird. Jeder Beschluss der Parteiführung löst einen umfangreichen Normensetzungsprozess aus. Als nächstes gehe ich der Frage nach, wie die Interpretation, Ausführung und Konkretisierung des Parteibeschlusses den regulatorischen Rahmen für die in- und ausländischen M&A beeinflusst haben. Auf der Grundlage der späteren stufenweisen Umsetzung habe ich innerhalb des Politikfelds „das Wirtschaftssystem“ drei Abschnitte identifiziert, die für die gesetzliche Umsetzung durch den Staatsrat maßgebend sind:

Tabelle 5: Auszug aus dem Beschluss über die umfassende Vertiefung der Reformen

Zielvorgabe	Richtlinien für die Umsetzung
§12. Improving the financial market	We will improve the multi-layer capital market system, promote reform toward a registration-based stock-issuing system, promote equity financing through diverse channels,

Zielvorgabe	Richtlinien für die Umsetzung
	develop and regulate the bond market, and increase the proportion of direct financing.
§15. Fully and correctly performing government functions	We will further streamline the administration and delegate more power to lower levels, deepen the reform of the system concerning matters subject to government examination and approval, and reduce the central government's administration in micro affairs to the greatest extent. We will cancel all administrative approval procedures for economic activities under the effective regulation of the market mechanism. We will manage matters that require administrative approval according to procedures and with high efficiency. We will transfer large-scale and widely-participated-in social and economic projects to local and community-level management for convenience and efficiency.
§24. Relaxing control over investment access	We will expand both enterprise and individual investment overseas, establish themselves as foreign-investment entities, allow them to exploit their advantages in overseas investment cooperation, allow them to freely undertake engineering contracts and labor cooperation projects at their own risk in any country or region, and allow them to go global in an innovative way for greenfield investment, mergers and acquisitions, securities investment, joint investment, etc.

Betrachten wir den § 12 als Beispiel. Zuerst gibt der Abschnitt die Richtlinie in einem Leitsatz vor: „improve the multi-layer capital market system, promote reform toward a registration-based stock-issuing system, promote equity financing through diverse channels, develop and regulate the bond market, and increase the proportion of direct financing“. Die Teilaspekte des Leitsatzes – ein multischichtiges Kapitalmarktsystem, registrierungsbasierte Aktienemission, vielfältige Eigenkapitalfinanzierungen, Entwicklung des Anleihemarkts und Erhöhung des Anteils der Direktfinanzierung – sind allgemein formuliert und enthalten keine Details über die Wie-Frage und die Inwieweit-Frage. Das Gleiche gilt auch für die Abschnitte 15 und 24. Erst als der Staatsrat im März und Mai 2014 zwei neue Politnormen dazu erlassen hat, wurden die allgemeinen Formulierungen mit Details und Gehalt gefüllt.

Diese zwei Politnormen des Staatsrates sind: Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises (Dokument-Nr. 14 von 2014), erlassen und in Kraft getreten am 07.03.2014 und Opinions of the State Council on Further Promoting the Sound Development of Capital Markets (Dokument-Nr. 17 von 2014), erlassen und in Kraft getreten am 08.05.2014. Bei den beiden Dokumenten handelt es sich um Anpassungen von zwei älteren Vorgängerdokumenten des Staatsrates (s. Tabelle 6).

Politnormen spielen in der chinesischen Normenhierarchie eine wichtige Rolle. Sie sind in der Regel einem bestimmten Regulierungsgebiet zugeordnet und transformieren die Positionen in den Parteinormen, die politikfeldübergreifende Visionen entwerfen und Grundsatzfragen beantworten, in detaillierte gesetzesrechtliche Bestimmungen des jeweiligen Regulierungsgebiets. Im Folgenden stelle ich den neuen Ansatz aus den beiden Politnormen von 2014 vor, die die Anordnung der Partei zum Ausbau des Kapitalmarkts mit konkreteren Maßnahmen ausführen.

Tabelle 6: Neue und ältere Politnormen des Staatsrates bezüglich der Regulierung der Kapitalmärkte und M&A

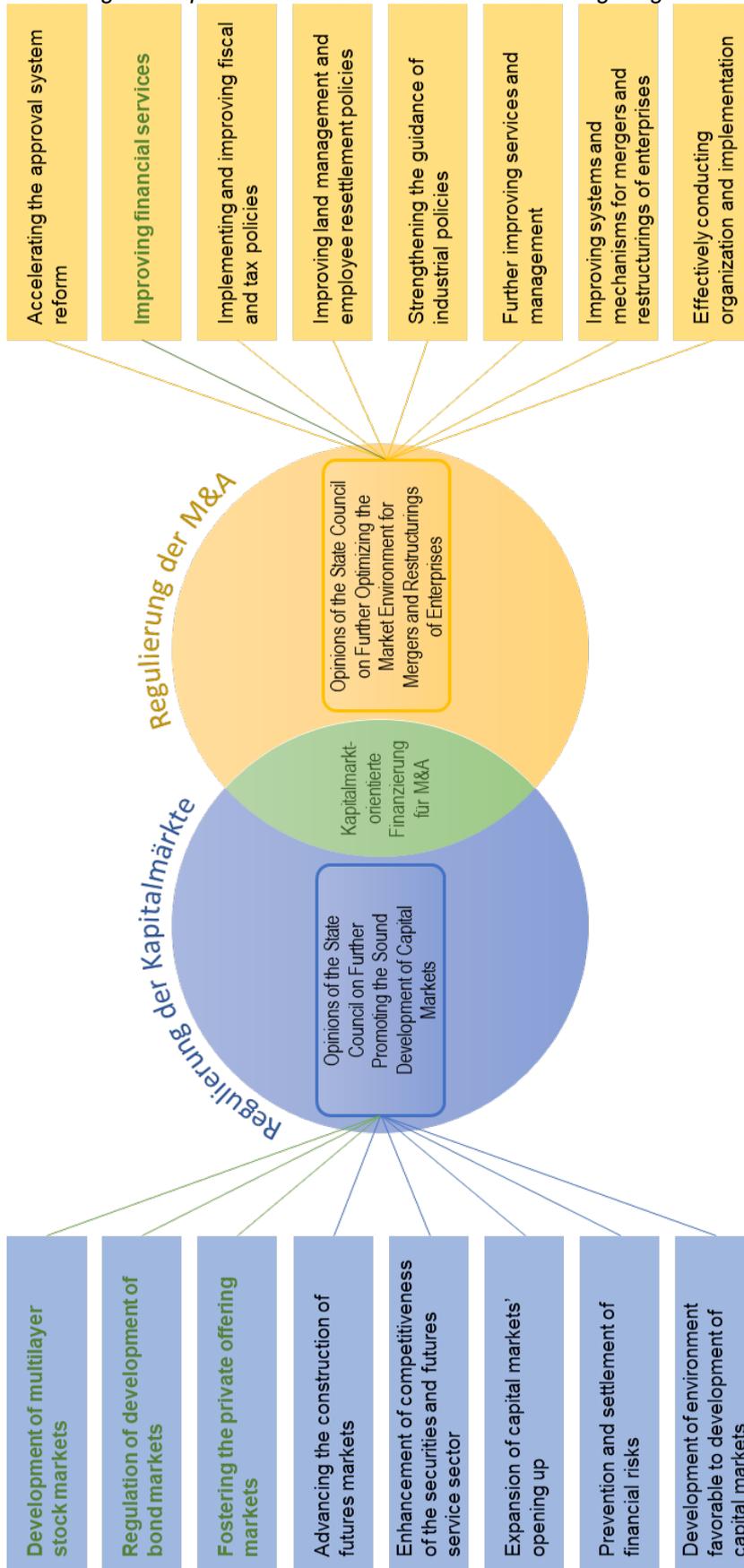
Name der Politnorm	Datum des Erlasses	Status	Regulierungsgebiet
Some Opinions of the State Council on Promoting the Reform, Opening and Steady Growth of Capital Markets	31.01.2004	außer Kraft	
Opinions of the State Council on Further Promoting the Sound Development of Capital Markets (im Folgenden: Staatsratsdokument Nr. 17)	08.05.2014	in Kraft	Kapitalmärkte
Opinions of the State Council on Promoting Enterprise Merger and Restructuring	28.08.2010	in Kraft	
Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises (im Folgenden: Staatsratsdokument Nr. 14)	07.03.2014	in Kraft	Unternehmensbeteiligungen, -übernahmen und -restrukturierungen

7.2.2 Von finanzieller Unterstützung durch Kreditvergabe zur Eigenkapitalbeteiligung

Das Staatsratsdokument Nr. 17 behandelt das Thema der Kapitalmarktregulierung. Als sie im Mai 2014 in Kraft trat, hat sie die bis dahin 10 Jahre alte Vorgängernorm aus dem Jahr 2004 (State Council, 2004) mit sofortiger Wirkung ersetzt. Die

Vorgängernorm, die zwischen 2004 und 2014 den wesentlichen Regulierungsansatz für Chinas Kapitalmärkte vorgegeben hatte, entsprach nicht mehr der neuen Position, dass der Markt die maßgebliche Rolle in der Ressourcenallokation spielen soll. In dem Staatsratsdokument Nr. 17 wird die neue Rolle des Markts im Kontext der Kapitalmarktregulierung durch Reformmaßnahmen in acht Bereichen dargestellt (s. Abbildung 23, die linke Seite). Darin finden sich die Reformideen wieder, die von der CSRC unter Guo Shuqings Leitung ab Ende 2012 erprobt wurden. Wenn es um die Finanzierungsfrage der M&A geht, überlappen sich die Regulierungsansätze im Staatsratsdokument Nr. 17 und Nr. 14. Letzteres betont die Bedeutung des Kapitalmarktes für die Finanzierung der M&A (s. Abbildung 23, grün beschrifteter Bereich auf der rechten Seite).

Abbildung 23: Kapitalmarkt im Zentrum der Finanzierungsfrage für die M&A



Nomen est omen. Bereits in dem Namen des Staatsratsdokuments Nr. 14 – Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises – spiegelt sich die neue zentrale Botschaft der Parteiführung wider. Der Titel des Vorgängerdokuments aus dem Jahr 2010 sprach noch von „promoting enterprise merger and restructuring“ und impliziert damit eine direkte Einflussnahme der Regierung auf die M&A-Aktivitäten der Unternehmen. Das passt nicht mehr zu dem neuen Parteibeschluss. Demnach soll die Regierung ihren Einfluss auf die wirtschaftlichen Aktivitäten reduzieren und den Markt seine maßgebliche Rolle spielen lassen. Um diese neue Position (auch, aber nicht ausschließlich) sprachlich umzusetzen, ist es folgerichtig, nicht mehr direkt von der Förderung der Unternehmensbeteiligungen und -restrukturierungen zu sprechen, sondern von der Optimierung der Marktbedingungen für die Unternehmensbeteiligungen und -restrukturierungen.

Es ist mehr als nur die Sprache, die angepasst wurde. In der Politnorm aus dem Jahr 2010 forderte der Staatsrat kommerzielle Banken und weitere Finanzinstitute auf, M&A-Vorhaben der Unternehmen vor allem mit Krediten zu unterstützen. Diese Forderung stand im Einklang mit der damaligen Parteianweisung, das Wachstum durch Kreditvergabe anzukurbeln.

„Commercial banks shall actively yet prudently carry out the **M&A loan business**, expand the **loan scale**, and reasonably determine the **loan term**. They are encouraged to grant comprehensive **credit line** to the enterprises completing merger and restructuring. Securities companies, asset management companies, private equity funds and industrial investment funds shall be encouraged to participate in enterprise merger and restructuring, and to provide such financing support as direct investment, **entrusted loans** and **bridge loans** to enterprises.“ (State Council, 2010: §IV-3, Hervorhebung der Autorin)

Wenn es um die Finanzierungsmittel für die grenzüberschreitenden M&A ging, war die Position des Staatsrates damals eindeutig: „We shall support transnational M&A by such means as granting **merger loans, domestic and foreign syndicated loans and loan interest discounts**“ (ebd.). Sowohl bei inländischen als auch bei ausländischen Unternehmensbeteiligungen betonte der Staatsrat 2010 die Kreditfinanzierung ausdrücklich als das bevorzugte Finanzierungsmittel. Diese Position hat sich 2014 geändert. Der Schwerpunkt der erwünschten Finanzierungskanäle für die M&A wird von der Kreditvergabe durch Finanzintermediäre zur Beteiligungsfinanzierung durch Kapitalfonds und Direktfinanzierung⁴¹ auf dem Kapitalmarkt verschoben.

⁴¹ Der chinesische Begriff Direktfinanzierung (zhijie rongzi) wird von Behörden als Finanzierung anhand Aktienanteile oder Unternehmensanleihen verwendet. Qi und Zha (2015)

Unter der Überschrift „Improving financial services“ listet das Staatsratsdokument Nr. 14 die Kreditangebote für die M&A nach wie vor auf (State Council, 2014: §5), aber viel weniger ausführlich. Stattdessen wird dem Kapitalmarkt ein prominenterer Platz eingeräumt. Der § 6 mit dem Leitsatz: „Highlighting the role of the capital market“, erwähnt drei Maßnahmen zur marktorientierten Kapitalbeschaffung und zwei Begleitmaßnahmen zur Erleichterung der Aktienausgabe der börsennotierten Unternehmen:

„§ 6. Highlighting the role of the capital market. Qualified enterprises may finance by such means as **the issuance of stocks, enterprise bonds, the debt financing instruments** of non-financial enterprises and convertible bonds. Qualified enterprises may be permitted to make payments for mergers and restructurings by the issuance of preferred stocks and the private placement of convertible bonds, and research shall be conducted to promote payments made by warrants. Securities companies shall be encouraged to conduct the financing business for mergers and restructurings, and **all kinds of financial investors** may participate in mergers and restructurings by such means as **establishing equity investment funds, venture capital funds, industrial investment funds, and M&A funds**. The minimum issuance amount shall not be set if listed companies conduct mergers and restructurings by offering stocks, and listed companies shall no longer be forced to make performance commitments in the merger of non-affiliated enterprises. The comprehensive tender offer rules shall not be implemented for the mergers and restructurings of unlisted public companies. The share pricing mechanism for listed companies' mergers and restructurings shall be reformed to enhance pricing flexibility. The negotiation-based share pricing shall be allowed in the mergers and restructurings of unlisted public companies.“ (State Council, 2014: Hervorhebung der Autorin)

Die Hervorrufung der Rolle des Kapitalmarktes für die M&A steht eindeutig im Einklang mit der neuen Anlagepolitik, die von der CSRC eingeführt wurde (s. 6.3.3). Darüber hinaus verbindet sie die Rolle der Kapitalmarktakteure explizit mit der M&A-Finanzierung und verschiebt die ermutigte Finanzierungsart von der Kreditfinanzierung zur Direktfinanzierung. Somit auch zu einer Verschiebung der Geldgeber – von Geschäftsbanken zu Securities Companies, Fund Management Companies und Private Equity Fonds. Letztendlich zu einer Verschiebung der Finanzierungsmittel – von Bankkrediten zur Ausgabe von Aktien und Anleihen auf dem Kapitalmarkt. Zusammengefasst: Die kapitalmarktorientierte Finanzierung soll die maßgebliche Rolle in den M&A spielen. Das rückt die börsennotierten Unternehmen in den Vordergrund des Bereiches Unternehmensbeteiligungen.

Nachdem der neue Ansatz der M&A-Finanzierung im Frühling 2014 durch die Bekanntmachungen des Staatsrates kommuniziert wurde, gab es gleichzeitig Hinweise aus der Börsenaufsichtsbehörde CSRC, dass sie an Revisionen mehrerer einschlägiger Verordnungen arbeitete (CSRC, 2014b). Die wichtigste Verordnung ist: „Measures for the Administration of the Material Asset Restructurings of Listed Companies“. Die Verordnung findet Anwendung bei Transaktionen der Vermögenswerte der börsennotierten Unternehmen, wenn diese zu wesentlichen unternehmerischen Veränderungen führen.

„Article 2 These Measures apply to the asset trading behaviors of a listed company or any company held or controlled by it beyond its daily operating activities, such as the purchase, sale, or otherwise trading of assets, which result in material changes in the principal business, assets, or revenues of the listed company (hereinafter referred to as material asset restructurings).“ (CSRC, 2014a)

Die revidierte Version (im Folgenden: Verordnung Nr. 109 der CSRC) trat am 23.11.2014 in Kraft. An vielen Stellen wurden die konkreten Bestimmungen der Version aus dem Jahr 2011 annulliert und durch neue Regelungen ersetzt. Investmentfonds aller Art sollen nach der neuen Regelung eine aktive Rolle in der M&A-Finanzierung spielen:

“Article 9 Buyout funds, equity investment funds, venture capital funds, industrial investment funds, and other investment institutions are encouraged to participate in the merger, acquisition, and restructuring of listed companies.” (ebd.: §9)

Damit die börsennotierten Unternehmen leichter eine Eigenkapitalerhöhung durchführen können, hat die Verordnung Nr.109 der CSRC die Schwelle einer Kapitalerhöhung via Ausgabe neuer Aktien gesenkt. Die vorherige Regelung zum Mindestemissionsvolumen wurde abgeschafft. Außerdem haben die Emittenten einen größeren Spielraum bei der Festlegung des Ausgabepreises durch die Einräumung mehrerer Auswahloptionen:

„Article 45 The issue price of shares may not be lower than 90% of the reference market price, which is the average transaction price of the stock of the listed company in the 20, 60, or 120 trading days before the resolution made by the board of directors on the purchase of assets by offering shares is published.“ (ebd.:§45)

Eine neue Bestimmung über die Emission von Unternehmensanleihen einschließlich Wandelanleihen und Optionsanleihen an ausgesuchte Investoren wurde hinzugefügt:

„Article 50 [...] A listed company may offer corporate bonds or warrants with the option to be converted into shares to specified investors to purchase assets or combine with another company. A listed company may offer corporate bonds or warrants with the option to be converted into shares to specified investors to purchase assets or combine with another company.“ (ebd.: §50).

Tabelle 7 gibt die Übersicht, wie der hierarchische Normensetzungsprozess, der in diesem Abschnitt ausführlich dargestellt und erläutert wurde, von oben nach unten funktioniert. Ganz oben auf der Normenpyramide steht ein Parteibeschluss des Zentralkomitees. Der generell formulierte Grundsatz der Parteiführung wird durch die Politnormen des Staatsrates erläutert und für ein bestimmtes, klar definiertes Politikfeld spezifiziert. Die Funktion des Gesetzesrechts besteht darin, die von dem Zentralkomitee und dem Staatsrat vorgegebenen Richtlinien in Verordnungen und Bestimmungen zu transformieren. Die Änderungen in den Verordnungen und Bestimmungen lassen sich daher gut eins zu eins den entsprechenden Stellen in den übergeordneten Politnormen zuordnen.

Tabelle 7: kapitalmarktorientierte Eigenkapitalfinanzierung und Anleihefinanzierung als neue Quellen

Decision of the Central Committee on Comprehensively Deepening the Reform (Nov. 2013)						
Ebene der Parteiführung	Ausbau eines multischichtigen Kapitalmarktsystems (§12)					
	Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises (Mär. 2014)					
	Ebene der Staatsführung					
	Hervorhebung der Rolle des Kapitalmarkts (§6)					
	Kapitalbeschaffung durch Emission von Aktien, Unternehmensanleihen, Schuldscheinen und Wandelanleihen.	Finanzierung der M&A durch die Emission von Vorzugsaktien und Privatplatzierung von Wandelanleihen.	Finanzierung der M&A durch Wertpapierfirmen und alle Arten von Beteiligungsfonds.	Keine Untergrenze des Emissionsvolumens bei Aktienemission zum M&A-Zweck und kein verbindliches Leistungsversprechen des Emittenten	Größere Flexibilität bei der Festlegung des Ausgabepreises	
	China Securities Regulatory Commission: Measures for the Administration of the Material Asset Restructurings of Listed Companies (Nov. 2014)					
	Ebene der Staatsministerien	Neue Regeln zur Ausgabe von Unternehmensanleihen, Wandelanleihen und Optionsanleihen an ausgesuchte Investoren zum Zweck der M&A-Finanzierung (§50).	Ebene der Staatsministerien	Neue Regel zur Beteiligung von diversen Fonds an M&A-Projekten (§9).	Ebene der Staatsministerien	Abschaffung der Regel des Mindestemissionsvolumens bei Emission neuer Aktien.
						Ersetzen des verbindlichen Leistungsversprechens des Emittenten durch freiwillige Mitteilung der Gewinnprognose im Zusammenhang mit der M&A (§22).
						Mehr Auswahlmöglichkeiten für den Emittent bei der Festlegung des Ausgabepreises einer Aktienemission (§45).

7.2.3 Straffung und Beschleunigung der administrativen Prüf- und Genehmigungsverfahren

In diesem Abschnitt stelle ich den zweiten wesentlichen Aspekt an dem Beschluss des Zentralkomitees vor, nämlich die Regierungsfunktion. Wie die Funktionen der Regierung im Beschluss aufgefasst wurden, geschah im Zusammenhang mit der Rolle des Markts. In der umfassenden Vertiefung der Reformen stellen diese beiden Aspekte die zwei Seiten derselben Medaille dar:

„Economic system reform is the focus of deepening the reform comprehensively. The underlying issue is how to strike a balance between the role of the government and that of the market [...]“ (CPC Central Committee, 2013)

Die Reform der Regierungsfunktionen steht schon seit längerem auf der Agenda (Stepan, 2016). Als ein wesentlicher Bestandteil der Verwaltungsmodernisierung wurde sie Ende der 1980er Jahre angestoßen. Von 1988 bis 2003 bezog sich die Umwandlung der Regierungsfunktionen auf die Trennung der Verwaltung vom Management der Staatsunternehmen, was eng mit der Umgestaltung des Staatssektors verzahnt war. Die Prioritäten der Reform lagen ab 2003 darauf, das System der sogenannten Makrokontrolle aufzubauen und zu verbessern (Zhou und Xu, 2016). Ein wichtiger Bestandteil war, dass die CBRC ein auf Kennzahlen basiertes Überwachungssystem im Bankensystem etablierte, das einer effektiven geldpolitischen Steuerung der PBOC als Grundlage dienen sollte (Bell und Feng, 2013). Die Neuerung im Jahr 2013 war, die Straffung des Systems der administrativen Prüf- und Genehmigungsverfahren zum „breakthrough and starting point“ (ebd.: 65) der Transformation der Regierungsfunktionen gemacht zu haben.

Laut Beschluss des Zentralkomitees werden die Regierungsfunktionen umfassend und richtig ausgeübt, wenn die Verwaltung verschlankt wird, mehr Befugnisse von der Zentralregierung an subnationale Regierungen delegiert werden, so dass alle Wirtschaftsaktivitäten, die sich durch die Marktmechanismen effektiv regulieren lassen, nicht mehr Prüf- und Genehmigungsgegenstand der Verwaltung sein werden (s. Tab. 2: § 15).

Ähnlich wie die neue Rolle des Kapitalmarktes in den M&A, wird das neue Prinzip der administrativen Prüf- und Genehmigungsverfahren durch das Staatsratsdokument Nr. 14 für seine Anwendung im M&A-Bereich konkretisiert. Das Staatsratsdokument Nr. 14 und auch sein Vorgängerdokument sind Politnormen für das Politikfeld Unternehmensbeteiligungen und -restrukturierungen. Darin gibt der Staatsrat Anweisungen, wie das bestehende System der administrativen Prüf- und Genehmigungsverfahren bei M&A zu überarbeiten ist. Das Ziel ist, ein schlankeres und schnelleres Verfahrenssystem zu etablieren. Unter der Überschrift „Accelerating the

approval system reform“ (II) werden mehrere Situationen und Angelegenheiten bei M&A definiert, in denen die existierenden Prüf- und Genehmigungsverfahren der Verwaltung entweder abgeschafft oder vereinfacht werden sollen.

„The approval matters involved in mergers and restructurings of enterprises shall be systematically cleared up to reduce the approval scope and the relevant approval of the matters that can be effectively regulated by the market mechanism shall be cancelled. The advance examination of acquisition reports of listed companies shall be cancelled, and ex post accountability shall be reinforced. The approval of procurement, sales and swap of major assets of listed companies shall be cancelled (except that backdoor listing is constituted).“ (State Council, 2014: §3)

Simplifying approval procedures. The mergers and restructurings of listed companies shall be subject to categorized examination, and the mergers and restructurings of qualified enterprises shall be subject to rapid examination or be exempt from examination. The efficiency of anti-monopoly examination regarding business concentration shall be enhanced. The formalities for the modification of production licensing, industrial and commercial registration, and asset ownership certificates, among others, involved in mergers and restructurings of enterprises shall be simplified and undergone within a prescribed time limit.“ (State Council, 2014: § 4)

Die Zentralregierungsbehörden treten ihre bisherige Prüf- und Genehmigungszuständigkeit für die staatlichen Anteile lokalstaatlicher Unternehmen an die subnationalen Regierungen ab, wenn Anteile von börsennotierten lokalstaatlichen Unternehmen durch M&A betroffen werden:

„The transfer of shares of listed companies held by local state-owned shareholders shall be delegated to local governments for approval.“(ebd.)

Das entspricht der in dem Parteibeschluss eingeforderten Befugnisverlagerung an die untergeordnete Verwaltungsebene (s. Tabelle 5: § 15).

Wenn Angelegenheiten weiter Prüfungen und Genehmigungen erfordern, sollen sie mit beschleunigten Verfahren geprüft und genehmigt werden. Die Methode der parallelen Genehmigung („parallel approval“) soll die bisherige Praxis ersetzen, in der mehrere Behörden die Genehmigung der jeweils anderen voraussetzen:

„The relevant approval procedures for mergers and restructurings of enterprises shall be optimized, and parallel approval shall be promoted to avoid setting as mutual preconditions.“(ebd.: §4)

2014 wurde zum ersten Mal das „cross-border M&A“ (ebd.: §24) explizit erwähnt, was signalisiert, dass der allgemeine regulatorische Rahmen für inländische M&A auch für grenzüberschreitende M&A gilt. Mehrere Regelungen aus dem Staatsratsdokument Nr. 14 betreffen spezifisch die Auslandsunternehmensbeteiligungen. Die Bearbeitung des Devisenantrags soll vereinfacht werden:

„The foreign exchange administration of overseas M&A shall be simplified, and foreign exchange registration requirements shall be reformed, so as to further facilitate investment.“(ebd.: §4)

Die Anmeldeformalitäten im Vorfeld der geplanten grenzüberschreitenden Unternehmensbeteiligungen sollen umorganisiert und beschleunigt werden:

„The advance information reporting and confirmation procedures for the overseas acquisition of domestic enterprises shall be optimized and the handling of relevant confirmation formalities shall be accelerated.“ (ebd.)

Die behördenübergreifende Koordination aller Angelegenheiten bei grenzüberschreitenden M&A soll verbessert werden:

„The role of the inter-ministerial coordination group for mergers and restructurings of enterprises shall be maximized to resolve major issues in [...] restructurings and cross-border M&A, major arrangements shall be implemented in an effective manner, and the assessment, supervision and inspection of policy implementation shall be organized.“ (ebd.: §24)

Tabelle 8 zeigt den roten Faden der Normensetzung von oben nach unten, von dem Grundsatz der Parteiführung zur Reduzierung der administrativen Genehmigungsverfahren und zur Verstärkung der unternehmerischen Freiheit über die entsprechende Politnorm des Staatsrates für die M&A zu einzelnen Umsetzungsmaßnahmen auf der Ebene der zentralen und subnationalen Regierungen.

Bis dahin waren Investitionsprojekte chinesischer Unternehmen im Ausland mit aufwendigen Prüf- und Genehmigungsverfahren verbunden, in die eine Vielzahl zuständiger Behörden (z. B. Ministry of Commerce, NDRC, SAFE, CSRC) involviert war (Bernasconi-Osterwalder; Johnson et al., 2013; Sauvart und Chen, 2014). Darin ließ sich ein strenger Ansatz der Genehmigung und Beaufsichtigung erkennen. Das war der Grundansatz der Going-Global-Strategie. Aufgrund der umständlichen Genehmigungsverfahren erhielten in der Vergangenheit am häufigsten die zentralstaatlichen Unternehmen, die Genehmigungen. Dies erklärt auch, warum auf Abbildung 5 zu sehen ist, dass das gesamte Auslandsinvestitionsvolumen zentralstaatlicher Unternehmen vor 2014 höher war als das der lokalen Unternehmen.

Die Kontrolle über die Investitionsaktivitäten lockern zu wollen, signalisiert der Parteibeschluss eindeutig im Abschnitt 24 mit der Überschrift „Relaxing control over investment access“ (s. Tabelle 5: § 24). Demnach sollen die chinesischen Investoren als „foreign-investment entities“ von der Regierung anerkannt werden und bei ihren Auslandsinvestitionsentscheidungen mehr Autonomie und Freiheit eingeräumt bekommen.

Zwischen 2014 und 2015 haben mehrere Behörden in ihren Zuständigkeitsbereichen neue Verordnungen erlassen bzw. bestehende Regelungen revidiert, um die Prüf- und Genehmigungsverfahren für die grenzüberschreitenden Unternehmensbeteiligungen zu vereinfachen. Die NDRC, ein zentraler Akteur in der Gestaltung der nationalen Auslandsinvestitionspolitik mit entsprechend großer Genehmigungsbefugnis, hat ihre bis dahin gültigen Prüf- und Genehmigungsverfahren gründlich überarbeitet und eine neue Verordnung „Measures for the Administration of Confirmation and Recordation of Overseas Investment Projects“ erlassen, die am 08.05.2014 in Kraft trat. Darin hob die NDRC die genehmigungsfreie Grenze für die Auslandsinvestitionsprojekte um das 10-fache von 100 Mio. auf 1 Mrd. US-Dollar an.⁴²

„An overseas investment project with the amount of Chinese investment of 1 billion USD or above shall be subject to confirmation by the NDRC. [...] In particular, an overseas investment project with the amount of Chinese investment of 2 billion USD or above [...] shall be subject to an examination opinion of the NDRC before being reported to the State Council for confirmation.“(ebd.: §7)

Unter dieser Grenze gilt grundsätzlich Genehmigungsfreiheit für alle Projekte, die außerhalb sensibler Länder bzw. Weltregionen und sensibler Industrien getätigt werden. Sensible Weltregionen sind „the countries without a diplomatic relation with China or subject to international sanctions, and countries and regions in war or turmoil“ (ebd.), sensible Industrien bezieht sich auf „basic telecommunication operation, development and utilization of cross-border water resources, large-scale land development, electric mains, power grids, news media, and other industries“ (ebd.).

„Overseas investment projects involving sensitive countries and regions or sensitive industries shall be subject to confirmation by the NDRC, regardless of the limit of investment.“ (ebd.)

Aus diesen Vorschriften lässt sich erkennen, dass Investitionsprojekte, die im Allgemeinen als geopolitisch motiviert gelten, wie beispielsweise Projekte im Rahmen der „Belt and Road“-Initiative, weiterhin die Genehmigung der NDRC benötigen.

⁴² Die Auslandsinvestitionen der Zentralregierungsunternehmen sind davon nicht betroffen. Für diese Gruppe gelten gesonderte Regelungen der SASAC des Staatsrates.

Hingegen sind Unternehmensbeteiligungen oder Übernahmen deutlich freier geworden.

Liegt die Genehmigungsfreiheit vor, brauchen die Projekte im Vorfeld nur noch bei der NDRC bzw. ihren lokalen Instanzen registriert zu werden (ebd.: §10). Eine Registrierungsbestätigung der NDRC ist nötig, bevor die investierenden Unternehmen ihre Projekte im Ausland wirklich tätigen können. In einem solchen Fall ist die Bearbeitungszeit klar definiert. Das soll die Planungsvorlaufzeit für die Unternehmen erheblich verkürzen.

Die Reduzierung und Vereinfachung der Prüf- und Genehmigungsverfahren sind allerdings nicht mit einer Deregulierung gleichzusetzen. Der Umfang der administrativen Genehmigungen der beabsichtigten M&A wurde zwar reduziert. Der Umfang der bei den Behörden einzureichenden Unterlagen und Informationen jedoch nicht. Registrierung statt Genehmigung bedeutet, Kontrolle im Vorfeld der Auslandsinvestitionen durch Rechenschaft ex post zu ersetzen (ebd.: §12).

Beabsichtigt ein börsennotiertes Unternehmen, im Ausland zu investieren und das geplante Investitionsvorhaben würde zu einer wesentlichen Änderung seines Vermögenswertes führen, muss das Unternehmen Genehmigungen sowohl bei der NDRC als auch bei der CSRC beantragen. In der Vergangenheit verlangten die Behörden in vielen Fällen das Vorliegen der Genehmigung der anderen Behörde als Voraussetzung für die eigene Genehmigungserteilung. Damit Unternehmen ihre anvisierten Projekte im Ausland schneller und agiler realisieren konnten, sollte eine kürzere Vorlaufzeit durch weniger Behördengänge ermöglicht werden. Eine neue Verordnung "Work Plan for the Parallel Approvals in the Administrative Licensing of Mergers, Acquisitions and Restructuring of Listed Companies" trat am 24.10.2014 in Kraft und schuf Verfahrensklarheit. Die Behörden sollen gemäß dem Prinzip der parallelen Genehmigungen unabhängig voneinander die Anträge der Unternehmen bearbeiten:

„Based on the actual circumstances, three administrative approval items, including confirmation and recordation of overseas investment projects by the National Development and Reform Commission, confirmation of foreign investors' strategic investment in listed companies by the Ministry of Commerce, and review of concentration of undertakings by the Ministry of Commerce, shall no longer be prerequisites for an approval from the China Securities Regulatory Commission (CSRC) in the administrative licensing of mergers, acquisitions, and restructuring of listed companies, and the manner of parallel approvals shall be adopted instead.“ (Ministry of Industry & Information Technology; China Securities Regulatory Commission et al., 2014: §2)

Wenn die Auslandsinvestitionsprojekte mit Kapitalquellen innerhalb des chinesischen Festlands finanziert werden, bedeutet dies eine Devisenausfuhr. Der grenzüberschreitende Kapitalverkehr gehört gerade zu den am strengsten überwachten und kontrollierten Wirtschaftsbereichen Chinas. Um die Rahmenbedingungen für Auslandsinvestitionen weiter zu verbessern, hat die Devisenaufsichtsbehörde SAFE ihre Genehmigungsbefugnis ab dem 01.06.2015 in einem beispiellosen Vorgang auf die qualifizierten Banken verlagert, wenn Devisen zum Zweck der Auslandsdirektinvestitionen beantragt werden.

„Canceling [...] confirmation of foreign exchange registration under overseas direct investment, instead, banks shall directly examine and handle foreign exchange registration under direct investment [...]and the SAFE and its branch offices (hereinafter referred to as foreign exchange authorities) shall indirectly regulate the foreign exchange registration of direct investment through banks.“ (State Administration of Foreign Exchange, 2015: §1)

Unter den M&A freundlichen Regelungen erlebten die inländischen M&A-Aktivitäten einen regelrechten Boom. Börsennotierte Unternehmen hatten 2016 insgesamt 2486 M&A-Transaktionen in China getätigt, was ungefähr doppelt so viele wie im Jahr 2015 waren (Fang; Xu et al., 2017). Im 1. Quartal 2016 war statistisch bemerkbar, dass das reduzierte Genehmigungsverfahren die Unternehmensentscheidungen über Auslandsinvestitionen erleichtert hatte. Das Transaktionsvolumen der grenzüberschreitenden M&A chinesischer Unternehmen erreichte einen neuen Rekord (Ding; Wang et al., 2016). Chinesische Unternehmen tätigten 2016 mehr und häufiger größere M&A-Deals, die ein Transaktionsvolumen um die 1 Mrd. US-Dollar hatten (Ding et al., 2016). Diese Summe entsprach genau der neuen genehmigungsfreien Obergrenze, die von der NDRC 2014 angehoben worden war.

Table 8: Vereinfachung der Prüf- und Genehmigungsverfahren bei Auslandsdirektinvestitionen

Decision of the Central Committee on Comprehensively Deepening the Reform (Nov. 2013)				
Ebene der Parteiführung	Reduzierung und Beschleunigung der administrativen Prüf- und Genehmigungsverfahren der Zentralregierung (§ 15) Unternehmerische Freiheit bei Auslandsinvestitionen (§ 24)			
	Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises (Mär. 2014)			
	Ebene der Staatsführung	Etablierung des Prinzips des parallelen Prüf- und Genehmigungsverfahrens (§4)	Vereinfachung der Devisenverwaltung und -registrierung zur Erleichterung der Auslandsinvestitionen (§4)	Beschleunigung der Melde- und Bestätigungsverfahren im Vorfeld der Durchführung von Auslandsinvestitionsprojekten (§4)
	Ebene der Staatsministerien	Work Plan for the Parallel Approvals in the Administrative Licensing of Mergers, Acquisitions and Restructuring of Listed Companies (Okt. 2014)		
	Ebene der Staatsministerien	Notice of the SAFE on Further Simplifying and Improving Policies for the Foreign Exchange Administration of Direct Investment (Jun. 2015)		
	Ebene der Staatsministerien	NDRC: Measures for the Administration of Confirmation and Recordation of Overseas Investment Projects (Apr. 2014)		
	Ebene der Staatsministerien	Abschaffung der Genehmigungen durch die NDRC und das Handelsministerium als Voraussetzung für die Prüfung und Genehmigung der M&A von börsennotierten Unternehmen durch die CSRC (§ II).	Ebene der Staatsministerien	Ersetzen der Devisengenehmigung durch die SAFE bei grenzüberschreitendem Kapitaltransfer durch die von den Banken direkt vorgenommene Devisenregistrierung (§ I).
Ebene der Staatsministerien	Anhebung der genehmigungsfreien Obergrenze für das Investitionsvolumen von 100 Mio. US-Dollar auf 1 Mrd. US-Dollar mit Ausnahme von Zentralregierungsunternehmen (§ 7)			
Ebene der Staatsministerien	Klare Definitionen von sensiblen Weltregionen und sensiblen Industrien, welche die Bestätigung des Staatsrates für Investitionen erfordern (negative Liste) (§7).			
Ebene der Staatsministerien	Registrierungs- statt Genehmigungspflicht bei Auslandsinvestitionsprojekten, die nicht auf der negativen Liste stehen und die Obergrenze von 1 Mrd. US-Dollar nicht überschreiten (§ 8).			
Notice of the Fujian Development and Reform Commission on Issuing the Measures for the Recordation Administration of Overseas Investment Projects in China (Fujian) Pilot Free Trade Zone (Apr. 2015)				
Provinzregierungen	Erledigung der nötigen Formalitäten bei Devisen-, Zoll-, und Steuerbehörden mit der bestätigten Registrierung durch die Behörde der Freihandelszone im Fall von Auslandsinvestitionsprojekten (§9)			

8 Schlussbetrachtung

Die Kernthese

Diese Studie hat eine konkrete Frage beantwortet: Warum nahmen die Unternehmensübernahmen chinesischer Investoren in Deutschland und der EU ab 2011 zu und stiegen zwischen 2015 und 2017 besonders stark an? Ein wichtiger Aspekt der Antwort liegt darin, dass die Arbitragepraxis des chinesischen Finanzsektors die Kapitalbeschaffung für börsennotierte Unternehmen erleichterte. Dadurch wurde es für diese Unternehmen realistisch, andere Unternehmen – sowohl national als auch international – aufzukaufen. Das gelockerte Genehmigungsverfahren für Auslandsinvestitionen zwischen 2014 und 2017 senkte zusätzlich die behördliche Hürde für die Durchführung grenzüberschreitender M&A. Insbesondere kleinere und mittlere Privatunternehmen nutzten dieses Zeitfenster intensiv.

Hätte ich versucht, das Phänomen der chinesischen Auslandsübernahmen aus der Sicht der OFDI-Theorie oder der Politikanalyse zu betrachten, wäre ich nicht zu dieser Antwort gekommen. Dass ich eine Kausalität zwischen den Aktivitäten auf dem chinesischen Kapitalmarkt und den Auslandsübernahmen chinesischer börsennotierter Unternehmen erkannt habe, liegt daran, dass meine Fragestellung und die Wahl der empirischen Methoden sinologisch informiert sind. In diesem Sinne begann der wissenschaftliche Beitrag dieser Studie bereits vor dem empirischen Prozess: bei der Formulierung der Fragestellung.

Diese Studie hat drei Themen empirisch untersucht:

1. Die chinesischen Investoren, die zwischen 2011 und 2019 deutsche Unternehmen übernommen haben (s. Kapitel 5, 7.1),
2. Die Entwicklung des chinesischen Finanzsektors zwischen 2009 und 2017 (s. Kapitel 6),
3. Die M&A-freundliche regulatorische Umgebung während der Amtszeit des 18. Zentralkomitees (2012-2017) (s. Kapitel 7.2).

Die Untersuchungsergebnisse bestätigen teilweise die in Kapitel 4 vorgestellten Erkenntnisse und ergänzen sie durch neue Details:

Ultimative Entscheidungsmacht: Der höchste Entscheidungskreis der KPCh

Als das Wirtschaftswachstum im Jahr 2008 verlangsamt wurde, was der aktuellen Entwicklung ähnelt, setzte die Parteispitze ohne erkennbare Verfahren die bestehenden Haushalts- und Bankengesetze außer Kraft. Lokale Regierungen durften gesetzwidrig Schulden aufnehmen und Geschäftsbanken durften gesetzwidrig Kredite vergeben. Die Entscheidung der Parteispitze war das höhere Gesetz. Dieses

„Gesetz“ folgte dem Wachstumsimperative und baute keinen Fehlerkorrekturmechanismus ein. Es besaß eine enorme Mobilisierungskraft von Ressourcen, was weitreichende Folgen für die kommenden Jahrzehnte haben konnte. Angesichts der Unberechenbarkeit solcher ultimativen Entscheidungen würden sich Funktionäre im Staatsapparat oder Vorstände von Unternehmen in China fragen, welchen Sinn es hat, langfristige Institutionen aufzubauen oder langfristige Strategien zu entwickeln.

Nach mir die Sintflut: Die lokalstaatlichen Machthaber

Die Kontrolle der Ressourcen ist ein Wechselspiel zwischen dem Zentralstaat und dem Lokalstaat: Wenn die eine Seite vorrückt, zieht sich die andere zurück und umgekehrt. Als das Haushaltsdisziplin zugunsten der Wachstumsrate gelockert wurde, nutzten die lokalstaatlichen Entscheider das Zeitfenster ausgiebig, als ob es kein Morgen gäbe. Sie besorgten sich horrende Summen von Bankkrediten, ohne ernsthaft an Rückzahlungsmöglichkeiten zu denken. Als der Staatsrat ein Jahr später die ausgeuferte Kreditvergabe wieder unter Kontrolle bringen wollte, stießen die Maßnahmen der Zentralregierung auf Ignoranz und Umgehung. Einige lokale Führer ließen sich aufgrund ihrer Machtstellung in der Partei nicht an Vorgaben der Regulierungsbehörden binden. Wenn sie mit der Unterstützung der herausragenden Wachstumsperformance ihrer Region in den höchsten Parteikreis aufsteigen, wird sich eine Lösung für das Rückzahlungsproblem finden.

Dass die ökonomischen Kennzahlen einer Region bei der Kaderbeförderung berücksichtigt werden, stabilisiert das politökonomische Netzwerk des Lokalstaates. In diesem Netzwerk befinden sich öffentliche Entscheidungsträger, Unternehmen und Finanzierer. Unternehmen tauschen ihre ökonomischen Beiträge zum Wachstum gegen privilegierten Zugang zu Ressourcen und politischen Patronage. Viele lokalstaatliche Unternehmen, die in der Interessenallianz der landbasierten Finanzierung eingebunden waren, konnten in China leicht Gewinne erzielen. Vergleichsweise war es für sie weniger attraktiv, das Risiko einzugehen, ausländische Unternehmen zu übernehmen.

Ständig in Bewegung: die Regulierung

Die einzigen Instrumente der Regierungsbehörden sind ihre Verordnungen und Vorschriften. Damit müssen sie sowohl übergeordnete Parteibeschlüsse in der Normenhierarchie sukzessiv umsetzen als auch auf die drängendsten Probleme in der Praxis reagieren. Diese Doppelaufgaben führen zu ständigen Anpassungen von Bestimmungen parallel in mehreren Regulierungsbereichen – oft mit unübersichtlichen Auswirkungen, die eventuell weitere Anpassungen erfordern. Die Gültigkeit einer Bestimmung ist daher meist nur von kurzer Dauer. Dies schafft Anreize für Unternehmen, eine für sie nachteilige Bestimmung möglichst lange hinauszuzögern bzw. eine für sie vorteilhafte Bestimmung möglichst schnell auszunutzen.

Der größte Anstieg der chinesischen Auslandsübernahmen fand in einem kurzen Zeitraum statt, als die CSRCs Regulierungen mehr Kapital auf dem Aktienmarkt zuließen und die NDRCs Regulierungen die Auslandstransaktionen vereinfachten. Das Ausmaß der Zunahme war jedoch nicht geplant und nicht gewünscht. Als im November 2016 der Stand der Devisenreserven beinahe unter 3 Billionen US-Dollar gesunken wäre, zog die PBOC innerhalb kürzester Zeit ohne Vorankündigung die Notbremse. SAFE setzte nicht nur die noch gültige „Notice on Further Simplifying and Improving Policies for the Foreign Exchange Administration of Direct Investment“ per Dekret an die Banken vorübergehend außer Kraft, sondern führte zusätzlich kurzfristig die schärfste Regelung für Auslandsüberweisungen seit sechs Jahren ein. Auslandsüberweisungen über fünf Millionen US-Dollar mussten von der SAFE genehmigt werden.

Mission Impossible: das Bankwesen

Der Zentralstaat ist der größte Anteilseigner im chinesischen Bankensektor und hält seine Anteile durch das Finanzministerium und andere Einrichtungen der Zentralregierung. Die Zielsetzung für die Banken ist dabei nicht die Gewinnmaximierung. Stattdessen sollen die Banken und ihre Kreditschöpfung Chinas forcierter Industrialisierung durch Geldstabilität und Kreditpolitik dienen. Chinas Mitgliedschaft in internationalen Organisationen wie der WTO und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich nutzte der Zentralstaat und sein geldpolitischer Vertreter, die PBOC, um ein umfassendes Bankenregulierungssystem aufzubauen.

Der Lokalstaat ist der größte Minderheitsanteilseigner des Bankensektors. Er hält seinen Anteil durch Tochtergesellschaften der verschiedenen Gebietskörperschaften. Seitdem der Zentralstaat zwischen Mitte der 1990er und Mitte der 2000er Jahre mittels der Parteidisziplin die Kontrolle über das Geldangebot und die Kreditpolitik vom Lokalstaat zurückgewann, kann der Lokalstaat die Bankenregulierung nicht mehr mitgestalten. Lokale Regierungen lenken die Kreditmittel in erster Linie in die Projekte, die die lokale Wachstumsrate und die öffentlichen Einnahmen steigern. Dabei umgehen die Banken regelmäßig die Bestimmungen der zentralstaatlichen Regulierer. Für die Umgehungsstrategie sind Akteure wie die Nichtbank-Finanzinstitute notwendig, welche die finanztechnische Arbeit leisten, damit die Bankfilialleiter die formalen Kriterien der Bestimmungen erfüllen. Bei Verstößen drohen verschiedene Sanktionen gegen die Bankfiliale und deren Leiter, wie z.B. eingeschränkte Refinanzierungsmöglichkeiten bei der PBOC für einen gewissen Zeitraum oder Punktabzüge in der Leistungsbewertung.

Parteiinterne Verhandlungen zwischen dem Zentralstaat und dem Lokalstaat über die Kreditschöpfung der Banken bestimmen maßgeblich den tatsächlichen Kreditumfang und den Kreditumlauf in China. Die Teilnehmer dieser Verhandlungen haben austauschbare Positionen, da leitende Positionen bei Banken und

Regulierungsbehörden regelmäßig rotieren. Keiner der Beteiligten in diesem Prozess will Eigenverantwortung oder Autonomie bei den Banken durchsetzen. Dies würde bedeuten, echten Wettbewerb zwischen den Banken zuzulassen und zahlungsunfähige Banken insolvent gehen zu lassen. Ersteres würde den Faktorpreis für Kapital erhöhen und Letzteres die Interessen der staatlichen Eigentümer verletzen. Das begünstigt die Verbreitung von Moral-Hazard-Verhalten in den unteren Hierarchieebenen der Banken.

Die CBRC und CSRC versuchten, die drängendsten Probleme im Bankensystem, wie die Eigenkapitallücke, zu entschärfen und rechneten damit, dass die Umsetzung ihrer Vorschriften durch verschiedene partikulare Interessen beeinflusst werden würde. Sie mussten die Anweisungen der Parteispitze befolgen und konnten die lokalstaatliche Inkorporierung des Bankwesens nicht verhindern. Selbst bei den Nichtbank-Finanzinstituten mussten die CBRC und CSRC deren Interessen berücksichtigen. Ansonsten wären ihre Regulierungen noch ineffektiver. Die erste Expansion der Schattenbanken zwischen 2009 und 2013 lag nicht an einem Mangel an Aufsicht oder Problembewusstsein, sondern daran, dass die Regelungen der Aufsichtsbehörden innerhalb der dualen Machtstruktur des Staates nicht umgesetzt werden konnten.

Die zweite Expansion der Schattenbanken ab 2013 entsprach der Intention der Regulierer. Mit der neuen Anlagepolitik und der Einführung des ChiNext-Marktes steuerten die CSRC und CBRC den Aktienmarkt wie einen „Vogelkäfig“ (s. 5.1.2): Die Größe des Käfigs entsprach dem Kapitalverkehr auf dem Aktienmarkt, die Anzahl der freigelassenen Vögel dem taktierten Angebot von Unternehmensaktien und die Flughöhe der Vögel den Aktienpreisen. Wenn die Regulierungsbehörden mehr Kapital auf dem Aktienmarkt zulassen, wird der Käfig größer und die Vögel können höher fliegen. Während des Bullenmarktes, der durch die erhöhte Nachfrage nach Unternehmensaktien erzeugt wurde, profitierten die Banken doppelt: Der größte Teil des Gelds für die Nachfrage nach privat platzierten Aktien stammte aus ihren WMPs, und die börsennotierten Banken konnten ihr Eigenkapital durch Kapitalerhöhungen aufstocken.

Zwischen der Spannung, die durch die divergierenden zentralstaatlichen und lokalstaatlichen Interessen im Bankwesen erzeugt wurde, und den Schattenbanken gibt es eine Wechselwirkung. Unter der Spannung wuchsen die Schattenbanken und die strategische Nutzung der Schattenbanken auf dem Aktienmarkt löste die Spannung. Dabei nahm die Komplexität der Schattenbanken zu, was neue Konflikte hervorrufen kann.

Arbitragementalität: Aktienmarkt

Zu der wechselhaften regulatorischen Umgebung passt eine Arbitragementalität. Sie ist nicht auf einzelne Akteure beschränkt, sondern dominiert die gesamte Finanzbranche, da die Arbitragemöglichkeiten systematisch gegeben sind. Stets gibt

es einen Bereich, der staatlicher Kontrolle unterliegt, wie beispielsweise die Einlagenzinsen, und einen Teilmarkt, auf dem Preise durch den Marktmechanismus bestimmt werden, wie Aktienpreise auf dem Sekundärmarkt. Sobald ein Preisunterschied entsteht, bewegen sich große Kapitalströme, um Arbitragegewinne zu erzielen. Die Preise von Vermögenswerten auf dem Kapitalmarkt werden durch spekulatives Kapital bestimmt. Durchschnittliche Sparer und Anleger, die keinen Zugang zum spekulativen Kapital haben, tragen die Verluste, die den Gewinnen der Arbitrageure gegenüberstehen.

Segen oder Fluch: Aktienfinanzierung der Unternehmen

Die profitorientierten Arbitrageure haben börsennotierten Unternehmen, insbesondere kleineren Privatunternehmen, die weder zum zentralstaatlichen noch lokalstaatlichen Machtgefüge gehören, beträchtliches Eigenkapital verschafft. Im Gegensatz zu Kreditentscheidungen der Banken diskriminieren Arbitrageure nicht. Allerdings interessieren sie sich auch nicht dafür, ob ein Unternehmen langfristiges Investitionspotenzial hat oder in welchem Geschäftsfeld es tätig ist. Sie halten die Aktien eines Unternehmens selten lange.

Ohne den Zusatzeffekt durch das spekulative Kapital wäre der Anteil der Privatunternehmen bei grenzüberschreitenden M&A geringer. Besonders die Unternehmen, die dank der Einführung des ChiNext-Marktes mit seinen geringeren IPO-Anforderungen an die Börse gegangen sind, waren oft junge Unternehmen ohne stabilen Gewinnfluss über einen längeren Zeitraum. Sie hätten sicherlich keine internationale M&A ohne den Boom der Privatplatzierungen durchführen können. Die Erleichterung des Prüf- und Genehmigungsverfahrens allein hätte nicht ausgereicht.

Für diese Unternehmen könnte es angesichts der sinkenden Renditen auf Investitionen in der chinesischen Industrie wie eine bessere Option erscheinen, erhaltene Finanzierung für Auslandsübernahmen auszugeben. Aber ist es wirklich eine bessere Option? Spekulatives Kapital verändert zwar kurzfristig die Finanzkraft eines Unternehmens, qualifiziert es jedoch nicht automatisch für Auslandsübernahmen. Haben diese Unternehmen ihre Zielobjekte sorgfältig ausgewählt? Haben sie die Fähigkeit, ihre ausländischen Tochtergesellschaften erfolgreich zu führen? Und können ihre Investitionen nachhaltig bleiben, wenn das spekulative Kapital in China nicht mehr an ihnen interessiert ist?

Über diese Arbeit hinaus

Diese Arbeit hat sich auf die Investitionsfinanzierung durch Aktienemissionen konzentriert. Das bedeutet jedoch nicht, dass ich die Rolle der Bankkredite bei der Finanzierung ausschließe. Im Gegenteil, ich gehe davon aus, dass die meisten chinesischen Investoren die Krediterweiterung der Banken (s. Kapitel 6) nutzten. Allerdings hatten Privatunternehmen und staatliche Unternehmen auch in Zeiten

expansiver Kreditpolitik nicht die gleichen Kreditbedingungen. Die Schlussfolgerung, dass die zusätzliche Aktienfinanzierung die Zunahme der Investitionen erklärt, bleibt unberührt. Eine empirische Untersuchung der Bankkredite ist aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit ohnehin schwierig, da Informationen über einzelne Kreditvergaben nicht öffentlich zugänglich sind.

Obwohl die in dieser Arbeit untersuchte Investorenstichprobe auf chinesische Investoren in Deutschland beschränkt ist, dürften die Erklärungen zu den Finanzierungsquellen und Genehmigungsverfahren für Übernahmen auch auf chinesische Investitionen in anderen Industrieländern zutreffen. Diese Übernahmen folgen wahrscheinlich weniger klaren Zielsetzungen als bisher in den Medien oder im politischen Kreis angenommen.

Die chinesische Regierung schien selbst überrascht von dem rasanten Anstieg der Auslandsübernahmen. Im Jahr 2017 erließen die NDRC und das Ministry of Commerce eine gemeinsame Vorschrift, die Auslandsinvestitionen in drei Kategorien einteilte: ermutigte, eingeschränkte und verbotene Investitionsbereiche (NDRC et al., 2017). Dies war offensichtlich ein nachträglicher Versuch, die staatlichen Präferenzen bei den Auslandsinvestitionen stärker umzusetzen. Ob diese Anpassung den Rückgang des Investitionsvolumens ab 2017 bewirkt hat, müsste noch untersucht werden. Ich vermute jedoch, eine andere Vorschrift (CSRC, 2017) im selben Jahr größere Auswirkungen hatte. Im Februar 2017 nahm die CSRC wichtige Änderungen an den Bestimmungen zur Privatplatzierung vor, wodurch die Attraktivität nicht öffentlicher Emissionen für Arbitrageure erheblich sank. Diese Änderungen bei der Unternehmensfinanzierung dürften einen direkteren Einfluss auf die Übernahmeentscheidungen chinesischer Unternehmen haben als die teilweise wiederhergestellten administrativen Genehmigungsmaßnahmen.

Die Ergebnisse dieser Studie haben beschränkte Aussagekraft über die Investitionen chinesischer Unternehmen in Ländern entlang der Belt and Road Initiative (BRI). Alle Projekte im Zusammenhang mit Infrastruktur, Energie und Landentwicklung waren von der 2014 aufgehobenen Genehmigungspflicht ohnehin ausgenommen. Dies weist darauf hin, dass chinesische Auslandsinvestitionen in Länder des globalen Südens und Unternehmensübernahmen in Industrieländern unterschiedliche Untersuchungsansätze bedürfen. Die Beteiligung zentralstaatlicher Unternehmen an Unternehmensübernahmen ist gering – im Gegensatz zu ihrer Rolle innerhalb der BRI.

Seit über 20 Jahren existiert die Going-Global-Strategie als ein Teil der nationalen Wirtschaftspolitik zur Förderung und Steuerung der Auslandsinvestitionen. In den 2000er Jahren galt sie als Orientierung dafür, welche Unternehmen wohin investieren sollten. Dabei wurde das Prüf- und Genehmigungsverfahren als Instrument eingesetzt. Diese lenkende Wirkung konnte ich allerdings in meinem Untersuchungszeitraum bei

der Zunahme der grenzüberschreitenden M&A nicht feststellen. Hingegen bestand die wesentliche Anpassung darin, Auslandsübernahmen chinesischer Unternehmen grundsätzlich weniger bürokratisch zuzulassen. Diese Anpassung wurde von der NDRC und dem Ministry of Commerce vorgenommen, nachdem der Parteibeschluss über die umfassende Vertiefung der Reformen Ende 2013 verabschiedet wurde (s. 7.2.3). Wenn wir annehmen, dass Parteibeschlüsse strategische Erwägungen des Zentralkomitees der KPCh auf der Grundlage umfassender Bewertung der inländischen Bedingungen und der internationalen Umgebung Chinas beinhalten, stellt sich die Frage, um welche Erwägungen es sich handelte, als der Parteibeschluss die „entscheidende“ Rolle des Marktes hervorhob (s. 7.2.1)? Auf diese interessante Frage konnte ich in dieser Arbeit jedoch nicht eingehen.

9 Literatur

- 18th Central Committee of the CPC (2012) 《中国共产党第十八届中央委员会第一次全体会议公报》 (Communiqué of the First Plenary Session of the 18th Central Committee of the CPC), http://www.xinhuanet.com//18cpcnc/2012-11/15/c_113697156.htm [abgerufen am 07.07.2019]
- Alkire, Terry; Meschi, P. X. (2018) The Decision to Stay or Resign Following an Acquisition by a Chinese or Indian Company, *Management International Review*, 58 (1), 9-42
- Asset Management Association of China (2013) 《证券投资基金业年报》 (Annual Report of the Securities Investment Fund Industry), https://www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/201503/t20150310_23427.html
- Balcet, Giovanni; Wang, Hua; Richet, Xavier (2017) Catching up strategies and multinational growth: the case of Geely Volvo, in: Drahokoupil, Jan (ed.) *Chinese investment in Europe: corporate strategies and labour relations*. Brussels, ETUI, 61-77
- Bell, Stephen; Feng, Hui (2013) The rise of the People's Bank of China: the politics of institutional change, Harvard University Press
- Bernasconi-Osterwalder, Nathalie; Johnson, Lise; Zhang, Jianping (eds.) (2013) Chinese Outward Investment: An emerging policy framework, Manitoba, International Institute for Sustainable Development
- Bi, Aifang 毕爱芳 (2007) 《创业板草案获批 十年筹划推出在即》 (ChiNext Draft Approved: A Decade of Planning Nears Launch), *财经金融实务 Caixin - Financial Practice*, 28.08.2007, <https://finance.caixin.com/2007-08-28/100065245.html>
- Bian, Shuwen; Emons, Oliver (2017) Chinese investments in Germany: increasing in line with Chinese industrial policy, in: Drahokoupil, Jan (ed.) *Chinese investment in Europe: corporate strategies and labour relations*. Brussels, ETUI, 157-178
- Bozoyan, Thomas (2016) FDI Reporting 2015, Germany Trade & Invest <https://www.gtai.de/GTAI/Content/DE/Meta/Presse/Specials/special-fdi-reporting-download.pdf?v=6>
- Bozoyan, Thomas (2017) FDI Reporting 2016, Germany Trade & Invest <http://www.gtai.de/GTAI/Content/DE/Meta/Presse/Specials/special-fdi-reporting-download.pdf?v=8>
- Bozoyan, Thomas (2019) FDI Reporting 2018, Germany Trade & Invest <https://www.gtai.de/GTAI/Navigation/DE/Meta/Presse/fdi-reporting.html>
- Brautigam, Deborah (2009) The dragon's gift: the real story of China in Africa, Oxford England; New York, Oxford University Press
- Brown, Kerry (2012) China's Overseas Investment in the European Union, *The International Spectator*, 47 (2), 74-86

- Buckley, Peter J.; Clegg, L. Jeremy; Voss, Hinrich; Cross, Adam R.; Liu, Xin; Zheng, Ping (2018) A retrospective and agenda for future research on Chinese outward foreign direct investment, *Journal of International Business Studies*, 49 (1), 4-23
- Bundesregierung (2017) Neunte Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung
https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/V/neunte-aendvo-awv.pdf?__blob=publicationFile&v=6
- Burgoon, Brian; Raess, Damian (2014) Chinese investment and European labor: should and do workers fear Chinese FDI?, *Asia Europe Journal*, 12 (1), 179-197
- Cao, Wenjiao 曹文姣 (2013) 《郭树清新政回顾》 (A Review of Guo Shuqing's New Policies) , <https://finance.caixin.com/2013/guoshuqingxinzhenghuigu/index.html>
- Chen, Changhua 陈昌华 (2011) 《量化“热钱”》 (Quantifying Hot Money) , 《新世纪周刊》 (Century Weekly) , 03.01.2011, <https://magazine.caixin.com/2011-01-01/100213254.html>
- Chen, Huaidong 陈怀东 (2005) 《寻找“股权分置”迷局的真解集》 (Seeking the True Solution to the Mystery of "Split-Share Reform") (1)(2)(3), 财新网 Caixin, 07.03.2005, <https://economy.caixin.com/2005-03-07/100101222.html>
- Chen, Huiying 陈慧颖; Yu, Ning 于宁 (2010) 《人民币 PE 融资竞赛》 (The RMB Private Equity Financing Competition) , 《新世纪周刊》 (Century Weekly) , 25.01.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-01-24/100110567.html>
- Chen, Huiying 陈慧颖; Yu, Ning 于宁; Wang, Ziwu 王紫雾; Cao, Zhen 曹祯 (2010) 《全民 PE 热》 (The Nationwide Private Equity Craze) , 《财新周刊》 (Caixin Weekly) , 10.05.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-05-09/100142277.html>
- Chen, Jiexun 陈捷奕; Wu, Jiabin 吴嘉欣; Peng, Lu 彭璐 (2018) 《通道业务时代终结? 一文看懂银行通道业务的兴衰史》 (End of the Channeling Business Era? A Comprehensive Look at the Rise and Fall of Bank Channeling) , Offices, 君泽君律师事务所 JunZeJun Law <http://www.junzejun.com/Publications/11170499f01b32-8.html>
- Chen, Yu;; Werle, Herbert;; Moser, Roger; (2018) Critical success factors in Chinese cross-border mergers and acquisitions A study of two Chinese cases in Germany, *Nankai Business Review International*, 9 (4), 457-471
- Chin, Gregory T (2018) An uncomfortable truth: Canada's wary ambivalence to Chinese corporate takeovers, *International Journal*, 73 (3), 399-428
- China Banking Regulatory Commission (2011) 《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》 (Notice of China Banking Regulatory Commission on the Further Matters concerning the Cooperation between Banks and Trust Companies) (CBRC 2011-7) https://www.gov.cn/gzdt/2011-01/20/content_1789471.htm

- China Banking Regulatory Commission (2013) 《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》 (Notice on Relevant Issues concerning Regulating the Investment Operation of Wealth Management Business of Commercial Banks) (CBRC 2013-8)
- China Securities Regulatory Commission (2009) 《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》 (Interim Measures on Administration of Initial Public Offerings and Listings on the Growth Enterprise Board)
- China Securities Regulatory Commission (2011) 《上市公司非公开发行股票实施细则》 (Detailed Implementation Rules for the Private Placement by Listed Companies) (CSRC 2011-72)
- China Securities Regulatory Commission (2012a) 《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》 (Gedanken und Maßnahmen zur Förderung von Reform, Öffnung und innovativer Entwicklung der Wertpapierunternehmen), <https://www.docin.com/p-849979708.html> [abgerufen am 01.01.2021]
- China Securities Regulatory Commission (2012b) 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》 (Measures for Pilot Assets Management for Specific Clients by Fund Management Companies) (CSRC 2012-83) https://www.gov.cn/gongbao/content/2012/content_2283047.htm
- China Securities Regulatory Commission (2014a) 《上市公司重大资产重组管理办法》 (Measures for the Administration of the Material Asset Restructurings of Listed Companies) (CSRC 2014-109) https://www.gov.cn/zhengce/2014-10/23/content_5023851.htm
- China Securities Regulatory Commission (2014b) 《中国证监会新闻发言人就〈国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见〉答记者问》 (Fragen und Antworten des Pressesprechers der CSRC über „Opinions of the State Council on Further Promoting the Sound Development of Capital Markets“), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztl/zcjd/201406/t20140604_255436.html [abgerufen am 07.07.2019]
- China Society for Finance and Banking, 中国金融学会 (2019) 《中国金融年鉴》, (Almanac of China's Finance and Banking), <http://www7.zzu.edu.cn/udrc/info/1010/1741.htm>
- Chung, Jae Ho (2009) Central-Local Relationships, in: Pong, David (ed.) *Encyclopedia of modern China*. Detroit, Charles Scribner's Sons/Gale, Cengage Learning, 190-192
- Cohen, Myron L. (1990) Lineage Organization in North China, *The Journal of Asian Studies*, 49 (3), 509-534
- Company Law of the People's Republic of China (2018 Amendment) (2018) Company Law of the People's Republic of China (2018 Amendment)
- CPC Central Committee (1995) 《党政领导干部选拔任用工作暂行条例》 (The Regulation on the Selection and Appointment of the Party and Government Leaders)

- CPC Central Committee (2002) 《党政领导干部选拔任用工作条例》 (The Regulation on the Selection and Appointment of the Party and Government Leaders)
- CPC Central Committee (2013) 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》 (Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Some Major Issues Concerning Comprehensively Deepening the Reform), http://www.china.org.cn/chinese/2014-01/17/content_31226494.htm [abgerufen am 07.07.2019]
- CPC Central Committee (2014) 《党政领导干部选拔任用工作暂行条例》 (The Regulation on the Selection and Appointment of the Party and Government Leaders)
- CPC Central Committee (2019) 《党政领导干部选拔任用工作暂行条例》 (The Regulation on the Selection and Appointment of the Party and Government Leaders)
- CSRC (2017) 《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》 (Decision to Amend the Detailed Implementing Rules for the Non-public Offering of Stocks of Listed Companies) (CSRC 2017-5) https://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content_5227829.htm
- Dafne Übersicht, <https://www.bvdinfo.com/de-de/unsere-losungen/daten/nachlandern/dafne> [abgerufen am 07.07.2019]
- Davis, Bob (2011) Political Overloads Shackle China's Monetary Mandarins, *Wall Street Journal*, 15.04.2011,
- de Oliveira, Rui Torres; Rottig, Daniel (2018) Chinese acquisitions of developed market firms: Home semi-formal institutions and a supportive partnering approach, *Journal of Business Research*, 93 230-241
- Dikötter, Frank (2022) *China after Mao: The Rise of a Superpower*, Bloomsbury Publishing
- Ding, Xiaoshan 丁小珊; Wang, Yaya 王亚亚; Liu, Lijuan 刘丽娟 (2016) 《风口上的跨境并购》 (Cross-border M&A at the Peak), *中国外汇管理 China Forex*, (12), 43-45
- Dobson, Wendy; Kashyap, Anil K. (2006) The Contradiction in China's Gradualist Banking Reforms, *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 103-148
- Ehlers, Torsten; Kong, Steven Kong; Zhu, Feng (2018) Mapping shadow banking in China: structure and dynamics. *BIS Working Papers*. Bank of International Settlements
- Fallon, Theresa (2014) China's Pivot to Europe, *American Foreign Policy Interests*, 36 (3), 175-182
- Fan, Joseph P. H.; Morck, Randall (eds.) (2012) *Capitalizing China*, Chicago ; London, University of Chicago Press

- Fan, Junli 范军利 (2010) 《“券商系”理财扩容》 (Expansion of Securities Companies' Wealth Management Products), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 09.08.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-08-07/100167745.html>
- Fang, Huilei 方会磊; Zhang, Yuzhe 张宇哲 (2010) 《银行卖贷款“关闸”》 (Banks Selling Loans: “Closing the Gates”), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 11.01.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-01-10/100106960.html>
- Fang, Jingzhi 方净植; Xu, Xiaojun 徐小俊; Fang, Zhong 方重 (2017) 《并购重组助推实体经济发展之功效探析》 (Eine Analyse zur fördernden Wirkung der M&A auf die Entwicklung der Realwirtschaft), *经济研究参考 Review of Economic Research*, (21), 6-18+22
- Feng, Zhe 冯哲 (2010) 《银信合作“猫鼠游戏”》 (“The "Cat and Mouse Game" in Bank-Trust Cooperation”), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 22.02.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-02-19/100117960.html>
- Fu, Yanyan 符燕艳; Bi, Aifang 毕爱芳 (2010) 《“阳光私募”的阴影》 (The Shadows of “Sunshine Private Equity”), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 18.01.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-01-17/100108905.html>
- Fuchs, Martina; Schalljo, Martin (2016) 'Western' professional ethics challenged by foreign acquisitions: German managers' patterns of interpretation surrounding Chinese and Indian investors, *Geoforum*, 75 20-28
- Fuest, Clemens; Hugger, Felix; Sultan, Samina; Jing, Xing (2019) What Drives Chinese Overseas M&A Investment? Evidence from Micro Data. *ifo EconPol Working Paper*.
- Garnaut, Ross; Song, Ligang; Yao, Yang (2012) Private Enterprise in China, ANU E Press
- Girardin, Eric; Liu, Zhenya (2019) Demystifying China's Stock Market: The Hidden Logic behind the Puzzles, Springer International Publishing
- Glynos, Jason; Howarth, David R. (2007) Logics of critical explanation in social and political theory, London ; New York, Routledge
- Goodman, David S. G.; Segal, Gerald (1994) China deconstructs : politics, trade, and regionalism, London ; New York, Routledge
- Granick, David (1990) Chinese State Enterprises: A Regional Property Rights Analysis, University of Chicago Press
- Green, Stephen (2004) The Development of China's Stock Market, 1984-2002: Equity politics and market institutions, London, Routledge Curzon
- Gu, Lulu; Reed, W. R. (2016) Does financing of Chinese mergers and acquisitions have "Chinese characteristics"?, *Economics Letters*, 139 11-14

- Guo, Chenglin 郭成林 (2013) 《A 股定向增发利益链潜规则》 (The Unspoken Rules of the Profit Chain in A-Share Private Placements), *上海证券报* (*Shanghai Securities News*), 17.12.2013,
- Guo, Li; Xia, Daile (2014) In Search of a Place in the Sun: The Shadow Banking System with Chinese Characteristics, *European Business Organization Law Review*, 15 (3), 387-418
- Guo, Shuqing 郭树清 (2010) 《郭树清谈金融改革原动力》 (Guo Shuqing Discusses the Driving Force Behind Financial Reform), *《财新周刊》* (*Caixin Weekly*) 2010-40, 11.10.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-10-09/100186931.html>
- Guo, Wenxin; Clougherty, Joseph A.; Duso, Tomaso (2016) Why Are Chinese MNEs Not Financially Competitive in Cross-border Acquisitions? The Role of State Ownership, *Long Range Planning*, 49 (5), 614-631
- Guo, Yong (2002) Banking reforms and monetary policy in the People's Republic of China : is the Chinese central banking system ready for joining the WTO?, New York, Palgrave
- Haggard, Stephan; Huang, Yasheng (2008) The Political Economy of Private-Sector Development in China, in: Brandt, Loren & Rawski, Thomas G. (eds.) *China's great economic transformation*. Cambridge ; New York Cambridge University Press,,
- Han, Feng 韩峰 (2010) 《韩峰日记》 (a Pepysian diary kept by Han Feng und leaked on the internet). <https://chinadigitaltimes.net/chinese/369079.html>
- Hanemann, Thilo; Huotari, Mikko (2015) Chinesische Direktinvestitionen in Deutschland und Europa: Eine neue Ära chinesischen Kapitals, Mercator Institute for China Studies und der Rhodium Group
- Hanemann, Thilo; Huotari, Mikko (2016) A New Record Year for Chinese Outbound Investment in Europe, Group, Mercator Institute for China Studies and Rhodium
- Hanemann, Thilo; Huotari, Mikko (2017) Record Flows and Growing Imbalances: Chinese Investment in Europe in 2016, *Merics Papers on China*, Mercator Institute for China Studies and Rhodium Group
- Hanemann, Thilo; Huotari, Mikko; Kratz, Agatha (2019) Chinese FDI in Europe: 2018 Trends and Impact of New Screening Policies, *Merics Papers on China*, Mercator Institute for China Studies and Rhodium Group <https://www.merics.org/en/papers-on-china/chinese-fdi-in-europe-2018>
- He, Pin 何频; Gao, Xin 高新 (1996) 《朱镕基传：从反党右派到邓小平继承人》 (Zhu Rongji: From Anti-Party Rightist to Deng Xiaoping's Heir), 新新聞文化事業股份有限公司 (New News Culture Publishing)
- He, Shaowei; Khan, Zaheer (2017) Boarding the high-speed train of China: the upgrade journey of a British engineering firm after acquisition by a Chinese train company, in: Drahoukoupil, Jan (ed.) *Chinese investment in Europe: corporate strategies and labour relations*. Brussels, ETUI,

- He, Zhongshi 何中石 (1998) 《朱镕基》 (Zhu Rongji: A Biography), 远方出版社 (Yufang Publishing)
- Heberer, Thomas; Schubert, Gunter (2012) County and Township Cadres as a Strategic Group. A New Approach to Political Agency in China's Local State, *Journal of Chinese Political Science*, 17 (3), 221-249
- Heilmann, Sebastian (ed.) (2016) Das politische System der Volksrepublik China, Springer Fachmedien Wiesbaden
- Heilmann, Sebastian; Melton, Oliver (2013) The Reinvention of Development Planning in China, 1993–2012, 39 (6), 580-628
- Hendrischke, Hans J.; Feng, Chongyi (1999) The political economy of China's provinces: comparative and competitive advantage, London ; New York, Routledge
- Herr, Hansjörg (2010) Credit expansion and development – A Schumeterian and Keynesian view of the Chinese miracle, *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 7 (1), 71-89
- Herrmann-Pillath, Carsten (1991) Institutioneller Wandel, Macht und Inflation in China: Ordnungstheoretische Analysen zur politischen Ökonomie eines Transformationsprozesses, Baden-Baden, Nomos Verl.-Ges.
- Herrmann-Pillath, Carsten (2015) Wachstum, Macht und Ordnung. Eine wirtschaftsphilosophische Auseinandersetzung mit China, Marburg, Metropolis-Verlag
- Herrmann-Pillath, Carsten (2017) China's Economic Culture: The Ritual Order of State and Markets, Abingdon, Routledge
- Herrmann-Pillath, Carsten; Feng, Xingyuan (2004) Competitive Governments, Fiscal Arrangements, and the Provision of Local Public Infrastructure in China: A Theory-driven Study of Gujiao Municipality, *China Information*, XVIII (3) 373–428
- Ho, Peter (2005) Institutions in Transition: Land Ownership, Property Rights, and Social Conflict in China, Oxford University Press
- Hsing, You-tien (2010) The Great Urban Transformation: Politics and Property in China: Politics of Land and Property in China, Oxford University Press
- Hu, Biliang (2007) Informal institutions and rural development in China, London ; New York, Routledge
- Hu, Jintao 胡锦涛 (2012) 《胡锦涛在中国共产党第十八次全国代表大会上的报告》 (Report of Hu Jintao to the 18th CPC National Congress), http://www.china.org.cn/chinese/18da/2012-11/19/content_27152706.htm [abgerufen am]

- Hua, Sheng 华生 (2010) 《见证和亲历股权分置改革》（上）（下）（Witnessing and Experiencing the Split-Share Structure Reform (Part 1) (Part 2)）, 《中国证券报》 (*China Securities Journal*) , 16. Dez. 2010, <https://huasheng.blog.caixin.com/archives/12460>
- Huang, Yasheng (2008) *Capitalism with Chinese characteristics : entrepreneurship and the state*, Cambridge ; New York, Cambridge University Press
- Investment Plattform China / Deutschland
<https://www.investmentplattformchina.de/ueber-uns/> [abgerufen am 07.07.2019]
- Jian, Zhi 简直 (2010) 《中国特色的 SPAC》（China-specific Special Purpose Acquisition Company）, 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*) , 28.06.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-06-27/100156011.html>
- Jiang, Fei 蒋飞 (2014) 《再修证券法》（Revising the Securities Law Again）, 《中国改革》 (*China's Reform*), 01.10.2014, <https://cnreform.caixin.com/2014-09-29/100734547.html>
- Jungbluth, Cora (2016) Chance und Herausforderung. Chinesische Direktinvestitionen in Deutschland, *GED Studie*, https://www.bertelsmannstiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_Chinesische_Direktinvestitionen.pdf
- Jungbluth, Cora (2018) Kauft China systematisch Schlüsseltechnologien auf? Chinesische Firmenbeteiligungen in Deutschland im Kontext von „Made in China 2025“, *GED Studie*, [abgerufen am
- Knight, N. (1980) Mao Zedong's On Contradiction and On Practice – Pre-liberation Texts, *China Quarterly*, 84 641-668
- Laureson, James; Chai, C. H. (2003) *Financial reform and economic development in China*, Cheltenham ; Northampton, MA, E. Elgar
- Lee, Ching Kwan (2007) *Against the law : labor protests in China's rustbelt and sunbelt*, Berkeley, University of California Press
- Levenson, Joseph Richmond (1968) *Confucian China and its modern fate; a trilogy*, Berkeley, University of California Press
- Li, Junheng (2014) *Mistaking Beta For Alpha: An Intro Into The World Of Chinese Wealth Management Products*.
<https://www.forbes.com/sites/junhli/2014/01/27/mistaking-beta-for-alpha-an-intro-into-the-shadowy-world-of-chinese-wmps/#beba1d355ed5>
- Li, Meirong 李美蓉 (2018) 《定向增发折价率影响因素的实证研究——基于我国 A 股上市公司的经验数据》（Empirical Study on the Private Placement Discount - Evidence from the Listed Companies of A-Shares）, Master Thesis, 东北财经大学 (Dongbei University of Finance and Economics)

- Li, Qing 李箐; Song, Yanhua 宋燕华 (2008) 《“大小非”伪命题》 (The Fallacy of Large and Small Non-tradable Shares), *财新网 Caixin*, 15.09.2008, <https://magazine.caixin.com/2008-09-15/100078233.html>
- Li, Xiaoxiao 李小小; Shen, Hu 沈乎 (2012) 《华夏银行“飞单”纠纷》 (Huaxia Bank “Unauthorized Sales” Dispute), *财新周刊 (Caixin Weekly)*, 10.12.2012, <https://magazine.caixin.com/2012-12-07/100469856.html>
- Liedtke, Stephan (2017) Chinese energy investments in Europe: An analysis of policy drivers and approaches, *Energy Policy*, 101 659-669
- Lippert, Wolfgang (1982) Zur Entstehungsgeschichte von Mao Zedongs theoretischen Schriften „Über die Praxis“ und „Über den Widerspruch“, in: Eikemeier, Dieter, Kuhfus, Peter M., Opitz, Fritz & Schneider, Roland (eds.) *Ch'en-Yüeh Chi - Tilemann Grimm zum 60. Geburtstag*. Attempto Verlag Tübingen, 173-197
- Liu, Chengran 刘诚燃 (2019) 《弄懂 G06，先要了解理财的整部历史》 (To understand G06, you first need to understand the entire history of WMPs.) . *成于微言 (cheng yu wei yan)*, <https://xueqiu.com/7905095454/133749899> [abgerufen am 1.1.2024]
- Liu, Haiying 刘海影 (2014) 《中国巨债: 经济奇迹的根源与未来》 (China's Massive Debt: The Roots and Future of the Economic Miracle), 中信出版社 (CITIC Press)
- Liu, Mingkang 刘明康 (2010) 《刘明康谈监管》 (Liu Mingkang Discusses Regulation), *财新周刊 (Caixin Weekly)*, 20.12.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-12-18/100208706.html>
- Liu, Yuhui 刘煜辉 (2021) 《治理地方债务激增》 (Managing the Surge in Local Government Debt), in: Qin, Hui 秦晖 & Tao, Ran 陶然 (eds.) 《以利为利: 求索住房与土地财政之路》 (*Leveraging Benefits: Exploring the Path of Housing and Land Finance*). 博集新媒 (Booky New Media),
- Lu, Lei 陆磊 (2021) 《如何摆脱土地财政》 (How to Break Away from Land Finance), in: Qin, Hui 秦晖 & Tao, Ran 陶然 (eds.) 《以利为利: 求索住房与土地财政之路》 (*Leveraging Benefits: Exploring the Path of Housing and Land Finance*). 博集新媒 (Booky New Media),
- Lu, Yanzheng 卢彦铮 (2004) 《中小企业板块难企创业板》 (The SME Board Struggles to Match the ChiNext Market), *财新网 Caixin*, 05.06.2004, https://magazine.caixin.com/2004-06-05/100077255.html?originReferrer=caixinsearch_pc
- Lu, yanzheng 卢彦铮 (2008) 《深市“创业板”缓行》 (The Slow Progress of the Shenzhen ChiNext Market), *财新网 Caixin*, 10.04.2008, https://magazine.caixin.com/2008-04-10/100089347.html?originReferrer=caixinsearch_pc
- Lu, Yuan 陆媛 (2013) 《发审的秘密》 (The Secrets of IPO Approvals), *财新周刊 (Caixin Weekly)*, 28.01.2013, <https://magazine.caixin.com/2013-01-25/100486355.html>

- Lu, Yuan 陆媛; Li, Jing 李箐 (2011) 《郭树清气象》 (The Phenomenon of Guo Shuqing), 《财新周刊》 (*Caixin Weekly*), 12.12.2011, <https://magazine.caixin.com/2011-12-09/100336494.html>
- Ma, Yuan; Overbeek, Henk (2015) Chinese foreign direct investment in the European Union: explaining changing patterns, *Global Affairs*, 1 (4-5), 441-454
- Mao, Zedong 毛泽东 (1937) 矛盾论 (Über den Widerspruch), <http://www.people.com.cn/GB/channel1/10/20000529/80822.html> [abgerufen am 07.07.2019]
- McGregor, Richard (2010) *The Party : the secret world of China's communist rulers*, New York, NY, Harper
- McGregor, Richard (2019) *Xi Jinping: The Backlash*, Penguin Specials
- Meunier, Sophie (2014) 'Beggars can't be Choosers': The European Crisis and Chinese Direct Investment in the European Union, *Journal of European Integration*, 36 (3), 283-302
- Ministry of Commerce of People's Republic of China 境外投资企业（机构）备案结果 ("Going Global" Online Platform), <http://fec.mofcom.gov.cn> [abgerufen am 07.07.2019]
- 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 (2007) *2006 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment*, Beijing, China Statistics Press
- 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 (2012) *2011 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment*, Beijing, China Statistics Press
- Ministry of Industry & Information Technology; China Securities Regulatory Commission; State Development & Reform Commission; Ministry of Commerce (2014) 《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》 (Work Plan for the Parallel Approvals in the Administrative Licensing of Mergers, Acquisitions and Restructuring of Listed Companies)
- Mu, Lijie 慕丽洁 (2014) 《中国上市公司跨境并购监管改革面临三大障碍》 (Three Major Obstacles Facing Regulatory Reforms for Cross-Border Mergers and Acquisitions of Chinese Listed Companies), *中国招标 China Tendering Weekly*, 2014-20 45-46
- Mu, Qiongli 木琼莉 (2018) 《机构投资者参与上市公司定向增发的动因及收益研究》 (Research On The Motives And Benefits Of Institutional Investors Participating In The Private Placement Of Listed Companies), Master Thesis, 浙江大学 (Zhejiang University)
- Mühlhahn, Klaus (2019) *Making China Modern: From the Great Qing to Xi Jinping*, Cambridge, Massachusetts, The Belknap Press of Harvard University Press

- National Development and Reform Commission of the People's Republic of China (2014) 《境外投资项目核准和备案管理办法》 (Measures for the Administration of the Confirmation and Recordation of Overseas Investment Projects)
- National Development and Reform Commission of the People's Republic of China (2023) 《改革开放的伟大成就与深刻启示》 (Die großartigen Errungenschaften und tiefgreifenden Erkenntnisse der Reform und Öffnung) , 18.12.2023.
https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6920814.htm
- National Development and Reform Commission of the People's Republic of China; Ministry of Commerce; People's Bank of China; Ministry of Foreign Affairs (2017) 《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》 (Guidelines on Further Guiding and Regulating Overseas Investments),
https://www.gov.cn/zhengce/content/2017-08/18/content_5218665.htm [abgerufen am]
- Naughton, Barry (2007) *The Chinese economy : transitions and growth*, Cambridge, Mass., MIT Press
- Naughton, Barry; Tsai, Kellee S. (eds.) (2015) *State capitalism, institutional adaptation, and the Chinese miracle*, New York, NY, Cambridge University Press
- Nicolas, Françoise (2014) China's direct investment in the European Union: challenges and policy responses, *China Economic Journal*, 7 (1), 103-125
- Nie, Huihua 聂辉华 (2017) 《谁是“僵尸企业” ? 》 (Who Are the 'Zombie Enterprises'?), *21 世纪经济报道 (21st Century Business Herald)*, 10.08.2017,
<https://niehuihua.blog.caixin.com/archives/167008>
- OECD (2008) *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*,
- Ong, Lynette H. (2012) *Prosper or perish : credit and fiscal systems in rural China*, Ithaca, Cornell University Press
- Ong, Lynette H. (2014) State-Led Urbanization in China: Skyscrapers, Land Revenue and “Concentrated Villages”, *The China Quarterly*, 217 1621-79
- Pareja-Alcaraz, Pablo (2017) Chinese investments in Southern Europe's energy sectors: Similarities and divergences in China's strategies in Greece, Italy, Portugal and Spain, *Energy Policy*, 101 700-710
- Paul, Carmen (2016) Book review: *Maoismus oder Sinomarxismus? (Maoism or Sinomarxismus?)*, 30 (3), 395-396
- Pei, Minxin (2016) *China's crony capitalism : the dynamics of regime decay*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press
- people.cn (2009) 《中国共产党大事记·2008年》 (Chronicle of Major Events of the Chinese Communist Party: 2008) , 04.10.2009.
<http://cpc.people.com.cn/GB/64162/64164/8701770.html> [abgerufen am 01.01.2021]

- People's Bank of China Benchmark Interest Rate for RMB Loans,
<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/125838/125888/2968985/index.html> [abgerufen am 01.01.2021]
- Pettis, Michael (2013a) Why Did Chinese Shadow Banking Surge After 2009 《为什么中国影子银行从 2009 年起飞速发展?》. 影子中央银行 (*Shadow People's Bank of China*), <https://shadowpboc.blog.caixin.com/archives/57487> [abgerufen am 01.01.2021]
- Pettis, Michael (2013b) 《数字 7.2% 从何而来》 (Where does the figure 7.2% come from?). 影子中央银行 (*Shadow People's Bank of China*), <https://shadowpboc.blog.caixin.com/archives/63511> [abgerufen am 01.01.2021]
- Pollard, Vincent Kelly (2011) State capitalism, contentious politics and large-scale social change, Leiden, Boston, Brill
- Qi, Bin 祁斌; Zha, Xiangyang 查向阳 (2015) 《直接融资和间接融资的国际比较》 (Der Internationale Vergleich zwischen Direktfinanzierung und indirekter Finanzierung), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/yjzx/sjdt/zbsczdjcjy/201505/t20150514_276935.html [abgerufen am 07.07.2019]
- Qian, Yingyi; Weingast, Barry R. (1996) China's transition to markets: market-preserving federalism, chinese style, *The Journal of Policy Reform*, 1 (2), 149-185
- Qiao, Xiaohui 乔晓会; Yu, Ning 于宁 (2008) 《又见“救市”》 (Rescuing the Market Again), *财新网 Caixin*, 28.04.2008, <https://magazine.caixin.com/2008-04-28/100078152.html>
- Ramme, Oliver (2018) Auf Shoppingtour: Die Chinesen und ihr Interesse an Deutschland, *Dok 5 - Das Feature*, 01.07.2018, <https://www1.wdr.de/mediathek/audio/wdr5/wdr5-dok5-das-feature/audio-auf-shoppingtour--die-chinesen-und-ihr-interesse-an-deutschland-100.html>
- Redding, S. Gordon; Witt, Michael A. (2007) The future of Chinese capitalism, Oxford ; New York, Oxford University Press
- Saich, Tony (2021) From Rebel to Ruler: One Hundred Years of the Chinese Communist Party, Harvard University Press
- Sauvant, Karl P.; Chen, Victor Zitian (2014) China's regulatory framework for outward foreign direct investment, *China Economic Journal*, 7 (1), 141-163
- Scherrer, Christoph (ed.) (2011) China's Labor Question, München, Rainer Hampp Verlag
- Schüler-Zhou, Yun; Schüller, Margot (2013) An empirical study of Chinese subsidiaries' decision-making autonomy in Germany, *Asian Business & Management*, 12 (3), 321-350

- Securities Times Online, 证券时报网 (2010) 《〈财经〉杂志披露基金黑幕》 (Caijing Magazine Unveils Fund Scandals) , 07.07.2010, <http://www.reformdata.org/2010/0707/22289.shtml>
- Shambaugh, David L. (2008) *China's Communist Party: atrophy and adaptation*, Washington, D.C., Berkeley, Woodrow Wilson Center Press, University of California Press
- Shambaugh, David L. (2013) *China goes global: the partial power*, Oxford; New York, Oxford University Press
- Shan, Weijian 单伟建 (2023) 《银行买手：单伟建谈收购深圳发展银行往事》 (The Bank Buyer: Shan Weijian Talks About the Acquisition of Shenzhen Development Bank) , *忽左忽右*, 27.06.2023, <https://podcasts.apple.com/us/podcast/254-银行买手-单伟建谈收购深圳发展银行往事/id1493503146?i=1000618474943>
- Shen, Hu 沈乎 (2010) 《创业板：谁接最后一棒》 (ChiNext Market: Who Will Take the Last Baton?) , 《新世纪周刊》 (Century Weekly) , 24.05.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-05-23/100146313.html>
- Shenzhen Stock Exchange (2009) 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》 (Rules Governing the Listing of Shares on the Chinext of Shenzhen Stock Exchange) (2009-45)
- Shih, Victor C. (2008) *Factions and finance in China : elite conflict and inflation*, Cambridge ; New York, Cambridge University Press
- Shum, Desmond (2021) *Red Roulette: An Insider's Story of Wealth, Power, Corruption, and Vengeance in Today's China*, Scribner
- Skinner, G. William (1964) Marketing and Social Structure in Rural China, Part I, *The Journal of Asian Studies*, 24 (1), 3-43
- Skinner, G. William (1965a) Marketing and Social Structure in Rural China Part II, *The Journal of Asian Studies*, 24 (2), 195-228
- Skinner, G. William (1965b) Marketing and Social Structure in Rural China, Part III, *The Journal of Asian Studies*, 24 (3), 363-399
- Smyth, Russell (1997) The Township and Village Enterprise Sector as a Specific Example of Regionalism – some General Lessons for Socialist Transformation, *Economic Systems*, 21 (3), 235-265
- Solinger, Dorothy J. (2009) Xiagang and the Geometry of Urban Political Patronage in China: Celebrated State (once-) Workers and State Chagrin, in: Gold, Thomas B. , Hurst, William J. , Won, Jaeyoun & Li, Qiang (eds.) *Laid-off workers in a workers' state: unemployment with Chinese characteristics*. PALGRAVE MACMILLAN, 39-60
- Spence, Jonathan D. (2013) *The search for modern China*, New York, W.W. Norton & Company

- State Administration of Foreign Exchange (2015) 《关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》 (Notice on Further Simplifying and Improving Policies for the Foreign Exchange Administration of Direct Investment) <https://www.safe.gov.cn/shenzhen/2015/0515/135.html>
- State Council of the People's Republic of China (2004) 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 (Some Opinions of the State Council on Promoting the Reform, Opening and Steady Growth of Capital Markets)
- State Council of the People's Republic of China (2010) 《国务院关于促进企业兼并重组的意见》 (Opinions of the State Council on Promoting Enterprise Merger and Restructuring) (State Council 2010-27)
- State Council of the People's Republic of China (2014) 《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》 (Opinions of the State Council on Further Optimizing the Market Environment for Mergers and Restructurings of Enterprises) (State Council 2014-14) https://www.gov.cn/zhengce/content/2014-03/24/content_8721.htm
- Stepan, Matthias (2016) *Verwaltungsmodernisierung: Deregulierung in der Wirtschaftsbürokratie*, in: Heilmann, Sebastian (ed.) *Das politische System der Volksrepublik China*. 3., aktualisierte Auflage ed., Springer Fachmedien Wiesbaden, 312-317
- Su, Fan 苏梵; Zhang, Jiwei 张继伟 (2001) 《创业板退潮》 (The Withdrawl of the ChiNext Market) , *财新网 Caixin*, 20.11.2001, <https://magazine.caixin.com/2001-11-20/100076899.html>
- Sun, Zhe; Vinig, Tsvi; Hosman, Thomas Daniel (2017) The financing of Chinese outbound mergers and acquisitions: Is there a distortion between state-owned enterprises and privately owned enterprises?, *Research in International Business and Finance*, 39 377-388
- Suzhou Berta Data Technology <https://www.qixin.com/about> [abgerufen am 07.07.2019]
- Tan, Songheng 谭松珩; Li, Qilin 李奇霖; Liang, Luping 梁路平 (2017) 《银行理财蓝皮书：透视银行理财的运行内幕》 (The Handbook of Banking Asset Management), 上海财经大学出版社 (Shanghai University of Finance and Economics Press)
- Tang, Yingmao (2016) Shadow Banking or “Bank’s Shadow”: Reconceptualizing Global Shadow Banking Regulation, in: Arner, Douglas W., Avgouleas, Emiliios & Buckley, Ross P. (eds.) *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*. Cambridge, Cambridge University Press, 326-339
- Tao, Fang; Liu, Xiaohui; Gao, Lan; Xia, Enjun (2017) Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms, *International Business Review*, 26 (1), 189-202

- Tao, Ran 陶然 (2023) 《陶然谈土地财政与经济增⻑的未来》 (Tao Ran Discusses the Future of Land Finance and Economic Growth), *忽左忽右 (Left and Right)*, <https://podcasts.apple.com/de/podcast/忽左忽右/id1493503146?i=1000627596594>
- Taylor, Charles (1985) *Philosophy and the human sciences*, Cambridge
Cambridgeshire ; New York, Cambridge University Press
- Team Sao Lei, 扫雷小组小组长 (2018) 《城投生于 1992, 卒于 2018》 (Urban Investment Companies Born in 1992, Died in 2018) . 扫雷小组 (*Team Sao Lei*) , <https://mp.weixin.qq.com/s/0wuAsLYJlINmDVrJPvByJw>
- The 19th National Congress of the Communist Party of China (2017) 《中国共产党第十九次全国代表大会关于党章修正案的决议》 (Resolution of the 19th National Congress of the Communist Party of China on the Revised Constitution of the Communist Party of China) http://www.catl.org.cn/2018-02/02/content_50391586.htm
- The American Enterprise Institute; The Heritage Foundation <http://www.aei.org/china-global-investment-tracker/> [abgerufen am 07.07.2019]
- Tsai, Kellee S. (2004) *Back-alley banking : private entrepreneurs in China*, Ithaca, Cornell University Press
- Tsai, Kellee S. (2007) *Capitalism without democracy : the private sector in contemporary China*, Ithaca, N.Y., Cornell University Press
- Tseng, Chiung-Hui; Kuo, Tony (2018) Do Chinese acquirers paying premiums in large international acquisitions experience negative market reactions as Western counterparts?, *Journal of Asia Business Studies*, 12 (3), 307-317
- UNCTAD (2017) *Methodological Note World Investment Report 2017, development, UN trade and* <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2017>
- Utesch-Xiong, Fredrik (2022) China's OFDI policy announcements and cross-border M&A, *International Journal of Emerging Markets*, 17 (6), 1522-42
- Vlcek, William (2014) From Road Town to Shanghai: Situating the Caribbean in Global Capital Flows to China, *British Journal of Politics & International Relations*, 16 (3), 534-553
- von Senger, Harro (1994) *Einführung in das chinesische Recht*, München, Beck
- von Senger, Harro (2018) *Moulië - Supraplanung: Unerkannte Denkhorizonte aus dem Reich der Mitte*, Carl Hanser Verlag GmbH & Company KG
- Walter, Carl E.; Howie, Fraser J. T. (2006) *Privatizing China: inside China's stock markets*, Singapore; Hoboken, NJ, Wiley
- Walter, Carl E.; Howie, Fraser J. T. (2012) *Red capitalism: the fragile financial foundation of China's extraordinary rise*, Singapore ; Hoboken, NJ, Wiley

- Wang, Baoshu; Huang, (Robin) Hui (2006) China's New Company Law and Securities Law: An Overview and Assessment, *Australian Journal of Corporate Law*, 19 (2), 229-242
- Wang, Jiyue 王骥跃; Ban, Ni 班妮 (2016) 《梦想与浮沉: A股十年上市博弈》 (Dreams and Turbulence: A Decade of Listing Battles on the A-Share Market), 机械工业出版社 (China Machine Press)
- Wang, Lan 王兰 (2010a) 《中国 PE 变形记》 (The Metamorphosis of Chinese Private Equity), 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*), 08.03.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-03-07/100123413.html>
- Wang, Shiyu 王世渝 (2013) 《中国重组: 一个中国投资银行家的亲历与思考》 (China Restructuring: Experiences and Reflections of a Chinese Investment Banker), Beijing, 中国民主法制出版社 (China Democracy and Legal System Publishing House)
- Wang, Shiyu 王世渝; Xu, Liqun 徐力群; Yang, Kaiyan 杨开岩; Zhang, Hongpeng 张鸿鹏; Zhang, Yi 张毅; Zhang, Dake 张大可 (2000) 《中国的纳斯达克: 中国创业板市场操作实务指南》 (China's Nasdaq: Practical Guide to Operating the ChiNext Market), 世界图书出版公司 (World Publishing Corporation)
- Wang, Xiaolu 王晓璐 (2009) 《A股“新资金游戏”》 (The "New Capital Game" in A-shares), *财新网 Caixin*, 27.04.2009, <https://magazine.caixin.com/2009-04-27>
- Wang, Ziwu 王紫雾 (2010b) 《问诊“超募”》 (Diagnosing "Over-Subscription"), 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*), 12.04.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-04-12/100133963.html>
- Watt, John R. (1972) *The district magistrate in late imperial China*, New York, Columbia University Press
- Wen, Xiu 温秀 (2010a) 《银行再融资: 2000 亿的悬念》 (Bank Refinancing: The 200 Billion Yuan Question), 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*), 11.01.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-01-10/100106963.html>
- Wen, Xiu 温秀 (2010b) 《银行股受困》 (Banks' Stocks in Trouble), 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*), 01.03.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-02-28/100121258.html>
- Wen, Xiu 温秀 (2012) 《且慢, 银行资本新规》 (Hold On, New Bank Capital Regulations), 《财新周刊》 (*Caixin Weekly*), 28.05.2012, <https://magazine.caixin.com/2012-05-25/100393884.html>
- Wen, Xiu 温秀 (2013) 《银行寻找资本补充新工具》 (Banks Seeking New Instruments for Capital Supplementation), 《财新周刊》 (*Caixin Weekly*), 06.05.2013, <https://magazine.caixin.com/2013-05-03/100523218.html>

- Wen, Xiu 温秀; Zhang, Yuzhe 张宇哲 (2010) 《银行再融资非典型起步》 (An Atypical Start to Bank Refinancing), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 08.02.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-02-07/100116555.html>
- Winch, Peter (1990) *The idea of a social science and its relation to philosophy*, London, Routledge
- Witt, Michael A.; Redding, Gordon (eds.) (2014) *The Oxford handbook of Asian business systems*, Oxford, Oxford University Press
- Wong, Christine P. W.; Bird, Richard M. (2008) *China's Fiscal System: A Work in Progress*, in: Brandt, Loren & Rawski, Thomas G. (eds.) *China's great economic transformation*. Cambridge, New York, Cambridge University Press, 429-466
- World Bank (2011) *World Development Indicators 2011*. Washington: World Bank
- Wu, Guoguang; Lansdowne, Helen (eds.) (2016) *China's Transition from Communism: New perspectives*, Routledge
- Wu, Guoguang 吴国光 (2009a) 《改革的终结与中国的未来》 (Das Ende der Reform und die Zukunft Chinas), 橙品印刷品 (Cheng pin yinshuapin)
- Wu, Si 吴思 (2009b) 《潜规则: 中国历史中的真实游戏》 (Die verborgenen Regeln: Das wahre Spiel in der chinesischen Geschichte), 復旦大學出版社(Fudan University Press)
- Wu, Xiaomeng 武晓蒙; Wu, Hongyuran 吴红毓然 (2018) 《银行资本补血进行时》 (Banks in the Process of Replenishing Capital), 《财新周刊》 (Caixin Weekly), 29.01.2018, <https://weekly.caixin.com/2018-01-27/101203840.html>
- Xi, Jinping 习近平 (2013) 《关于〈中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定〉的说明》 (Explanatory Notes for the "Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Some Major Issues Concerning Comprehensively Deepening the Reform"), http://www.china.org.cn/chinese/2014-01/16/content_31215162.htm [abgerufen am]
- Xia, Ming (2016) *Communist oligarchy and the oligarchic transition in China*, in: Wu, Guoguang & Lansdowne, Helen (eds.) *China's Transition from Communism: New perspectives*. Routledge, 35-57
- Xiang, Ping; Qu, Lu (2018) *The influential factors for the performance of Chinese enterprises' international takeovers*, *Cogent Economics & Finance*, 6 (1), 19
- Xie, Libin (2023) *Verfassungsstellung des Privatunternehmers in China – eine historische Betrachtung*, *Zeitschrift für chinesisches Recht*, Bd. 30 Nr. 1
- Xing, Cheng 刑成 (2012) 《信证合作: 私募与公募基金的竞合博弈》 (Cooperation between Trust and Securities Companies: The Competitive and Cooperative Game between Private Equity and Mutual Funds), 《金融时报》 (Financial Times Chinese), 23.07.2012,

- Xu, Chenggang (2011) The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development, *Journal of Economic Literature*, 49 (4), 1076-1151
- Yakob, Ramsin; Nakamura, H. Richard; Strom, Patrik (2018) Chinese foreign acquisitions aimed for strategic asset-creation and innovation upgrading: The case of Geely and Volvo Cars, *Technovation*, 70-71 59-72
- Yan, Huai 阎淮 (2017) 《进出中组部：一个红二代理想主义者的另类人生》 (In and Out of the Organization Department: The Alternative Life of a Second-Generation Red Idealist), 明镜出版社(Mirror Media Group)
- Yang, Kaisheng 杨凯生 (2016) 《金融笔记：杨凯生十六年间笔录》 (Financial Notes: Sixteen Years of Records by Yang Kaisheng), 人民出版社(People's Publishing House)
- Yang, Yinghua 杨颖桦 (2012) 《郭树清十月新政重塑机构》 (Guo Shuqing's October New Policies Reshape Institutions), 《21 世纪经济报道》 (*21st Century Business Herald*), 14.09.2012,
- Yanow, Dvora (2006a) Introduction, in: Yanow, Dvora & Schwartz-Shea, Peregrine (eds.) *Interpretation and method: empirical research methods and the interpretive turn*. Armonk, N.Y., M.E. Sharpe,
- Yanow, Dvora (2006b) Thinking Interpretively: Philosophical Presuppositions and the Human Sciences, in: Yanow, Dvora & Schwartz-Shea, Peregrine (eds.) *Interpretation and method : empirical research methods and the interpretive turn*. Armonk, N.Y., M.E. Sharpe,
- Yanow, Dvora; Schwartz-Shea, Peregrine (2006) Doing Social Science in a Humanistic Manner, in: Yanow, Dvora & Schwartz-Shea, Peregrine (eds.) *Interpretation and method: empirical research methods and the interpretive turn*. Armonk, N.Y., M.E. Sharpe,
- Yao, Souchou (2002) Confucian Capitalism: Discourse, Practice and the Myth of Chinese Enterprise, London and New York, Routledge
- Yu, Hairong 于海荣 (2011a) 《中小企业：融资冰河期》 (SMEs: Financing Ice Age), 《新世纪周刊》 (*Century Weekly*), 11.04.2011, <https://magazine.caixin.com/2011-04-09/100246453.html>
- Yu, Ning 于宁 (2007) 《中国 PE 市场的发展趋势及目前存在的主要问题》 (Development Trends and Major Issues in the Chinese Private Equity Market), *财新网 Caixin*, 09.07.2007, <https://finance.caixin.com/2007-07-09/100065173.html>
- Yu, Ning 于宁; Wang, Ziwu 王紫雾 (2010) 《发改委“宣誓” PE 监管权》 (The NDRC "Claims" Regulatory Authority over Private Equity), 《新世纪周刊》 *Century Weekly*, 08.11.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-11-06/100196382.html>
- Yu, Tianbai 俞天白 (2009) 《海派金融》 (The Financial Sector in Shanghai), 上海, 文汇出版社 Wenhui Publishing

- Yu, Zhongying 余终隐 (2011b) 《创业板高市盈率之害》 (The Harm of High P/E Ratios in the ChiNext Market), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 14.02.2011, <https://magazine.caixin.com/2011-02-12/100224848.html>
- Zhang, Angela Huyue (2014) Foreign Direct Investment from China: Sense and Sensibility, *Northwestern Journal of International Law & Business*, 34 (3), 395-453
- Zhang, Joe 张化桥 (2013a) Inside China's Shadow Banking: The Next Subprime Crisis?, Enrich Professional Publishing
- Zhang, Lizhou 张立洲; Liu, Lanxiang 刘兰香 (2015) 《中国式投行》 (Chinese-Style Investment Banking), 中信出版社 (CITIC Press)
- Zhang, Yuzhe 张宇哲 (2010) 《银信合作“斩监候”》 (Cut Off the Bank-Trust Cooperation), 《新世纪周刊》 (Century Weekly), 12.07.2010, <https://magazine.caixin.com/2010-07-11/100159751.html>
- Zhang, Yuzhe 张宇哲 (2013b) 《大资管混战》 (The Great Asset Management Battle), 《财新周刊》 (Caixin Weekly), 22.04.2013, <https://magazine.caixin.com/2013-04-19/100516532.html>
- Zhao, Ziyang; Bao, Pu; Chiang, Renee; Ignatius, Adi; MacFarquhar, Roderick (2009) Prisoner of the state : the secret journal of Zhao Ziyang, New York, Simon & Schuster
- Zhong, Ninghua 钟宁桦 (2024) 《巨债与转型：钟宁桦谈地方债的前世今生》 (Massivschulden und Transformation: Zhong Ninghua über die Vergangenheit und Gegenwart der lokalen Verschuldung), 忽左忽右 (Left and Right), 30.01.2024, <https://podcasts.apple.com/de/podcast/忽左忽右/id1493503146?i=1000643504284>
- Zhou, Jing; Lan, Wei (2018) Investor protection and cross-border acquisitions by Chinese listed firms: The moderating role of institutional shareholders, *International Review of Economics & Finance*, 56 438-450
- Zhou, Wei 周卫; Ouyang, Yanqin 欧阳艳琴; Guo, Qingyuan 郭清媛; Luo, Jieqi 罗洁琪; Yu, Ning 于宁; Luo, Guoping 罗国平 (2014) 《令氏兄弟》 (The Ling Brothers), 《财新周刊》 (Caixin Weekly), 29.12.2014, <https://weekly.caixin.com/2014-12-26/100768395.html>
- Zhou, Xiaochuan 周小川 (2019) 《从最优化模型出发求解经济政策》 (Solving Economic Policy from the Perspective of an Optimization Model). *中国公共管理高端讲坛 (High-Level Forum on Public Administration in China)*. 清华大学公共管理学院: School of Public Policy and Management, Tsinghua University
- Zhou, Zhiren; Xu, Yanqing (2016) A Review of Institutional Reform over the Past 30 Years from the Perspective of Change Management, *Social Sciences in China*, 37 (1), 57-74

Zhu, Yunxia; McKenna, Bernard (2012) Legitimizing a Chinese takeover of an Australian iconic firm: Revisiting models of media discourse of legitimacy, *Discourse & Society*, 23 (5), 525-552