

# China: Durch Regulierung Zur Innovation

25 November 2021

Alle paar Jahre stellen sich Anleger die Frage: Soll man wirklich in China investieren? Gegenwärtig erleben wir die jüngste Auflage dieser Fragerunde. Hintergrund sind die Regulierungsbestrebungen im Reich der Mitte. In der Vergangenheit galt: Wer in solchen Momenten des Zweifels in China investierte, konnte beträchtliche Gewinne erzielen. Wenn China reguliert, um zu Innovationen zu gelangen, sollte man daher den Wald vor lauter Bäumen nicht übersehen.

von Eng Teck Tan, Senior Portfolio Manager

## Was Internetregulierung und „Flachliegen“ gemein haben

### Die jüngsten Entwicklungen in China haben eine Fülle neuer Schlagworte und Ausdrücke hervorgebracht

In den vergangenen Monaten haben sich die Recherchen und Diskussionen über China vor allem auf die folgenden Entwicklungen und Phänomene konzentriert:

- **Regulierung von Internetunternehmen** (Bestreben der Regierung, den als unlauter empfundenen Wettbewerb zwischen Internetunternehmen zu regulieren)
- **„Gemeinsamer Wohlstand“** (Initiative zur Verringerung des Wohlstandsgefälles)
- **„China ist nicht investierbar“** (ein allgemeines Lamento, das alle paar Jahre aufzutauchen scheint)
- **VIE-Struktur (Variable Interest Entity)** (Unternehmen, die diese Struktur nutzen, um Zugang zu den Kapitalmärkten außerhalb Chinas zu erhalten, sind möglicherweise mit staatlichen Maßnahmen konfrontiert)
- **„Flachliegen“** (Phänomen bei einigen jungen Menschen, die sich dem sozialen und wirtschaftlichen Hamsterrad entziehen, um stattdessen mit minimalem Aufwand über die Runden zu kommen)
- **„Drei Berge“** (hohe Kosten für Bildung, Gesundheitsfürsorge und Wohnen, die junge Menschen vom Kinderkriegen abhalten, was für China angesichts der raschen Alterung der Bevölkerung zu ernsthaften sozialen Problemen führen kann)
- **„Regulatorischer Reset“** (Chinas scheinbar abrupter regulatorischer Wandel in Bereichen wie Kryptowährungen, Fintech, CO2-Emissionen und digitaler Wirtschaft)

Diese Begriffe wirken bunt zusammengewürfelt und scheinen wenig miteinander zu tun zu haben. Eine Verbindung besteht aber darin, dass diese Schlagworte aktuelle Überlegungen und Prioritäten der chinesischen Regierung sowie die derzeitigen Ansichten der Investoren über das Land widerspiegeln. Für die chinesische Regierung ist es entscheidend, ein Gleichgewicht zwischen Wirtschaftswachstum und gesellschaftlichem Zusammenhalt zu finden. Offenbar glaubt man in Peking, dass das Modell „Wachstum um jeden Preis“ in dieser Phase der wirtschaftlichen Entwicklung des Landes nicht mehr tragfähig ist. Damit könnte sich der Blick der Anleger auf die Chancen in China ändern. Die zugrunde liegende Dynamik dürfte jedoch unverändert bleiben, so dass sich mit gut ausgeführten Strategien lukrative Ergebnisse erzielen lassen.

**China – wieder einmal nicht investierbar? Ein Blick zurück**

Die als negativ empfundenen Aspekte der aktuellen Entwicklungen in China, wie z. B. das harte Durchgreifen der Regierung gegen Internetfirmen, haben viel Aufmerksamkeit erregt und münden in der Ansicht, dass China „nicht investierbar“ ist. Allerdings kehrt diese Klage alle drei bis fünf Jahre wieder. Auslöser für Bedenken der Anleger gegenüber China waren bereits die (nicht eingetretene) Schuldenkrise von 2011, die Anti-Korruptionskampagnen von 2014 und der Beginn des Handelskriegs mit den USA im Jahr 2018, letzterer noch in lebhafter Erinnerung. Und dennoch ließen sich mit Investments in China in diesen Phasen beachtliche Gewinne erzielen.

Bei aller negativen Berichterstattung gibt es drei Faktoren, die man im Zusammenhang mit China im Auge behalten sollte. Erstens wechseln die Branchen und Trends, die die chinesischen Kapitalmärkte anführen, in der Regel alle fünf bis acht Jahre. Im Jahr 2008 standen den Finanz- und der Grundstoffsektor ganz vorne in der Gunst der Kapitalmärkte, bevor die Konsumwerte in den frühen 2010er Jahren die Führungsrolle übernahmen. In den vergangenen fünf Jahren haben sich die Internetunternehmen an die Spitze gesetzt. Das Auftauchen eines neuen Marktführers an den Kapitalmärkten ist in der Regel eine Ertragsquelle für Anleger. Zweitens befasst sich China mit innenpolitischen Fragen und führt das, was es als interne Reformen ansieht, dann durch, wenn das Land robust und wirtschaftlich stark ist. Drittens verdeckt die negative Presse viele der positiven Entwicklungen, die im Lande stattfinden.

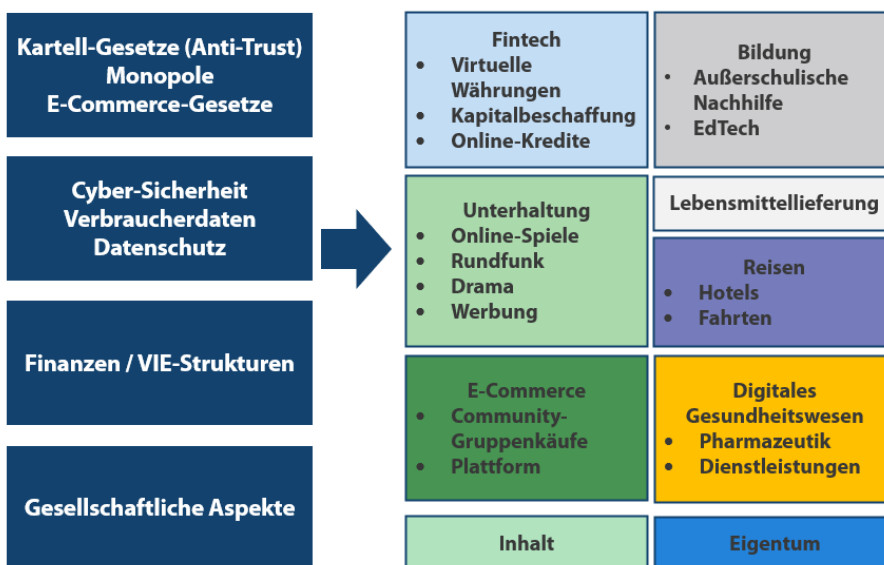
**Beweggründe für Chinas Vorschriften verstehen**

**War Ant Group der Anfang von allem?**

Nach gängiger Auffassung begann China seine Regulierungskampagne, als im November 2020 der Börsengang der Ant Group, der der größte der Welt werden sollte, von den Behörden abgesagt wurde. In den folgenden Monaten leitete die Regierung eine Reihe von Maßnahmen gegen die Internetbranche ein, von denen Schwergewichte wie Tencent, Baidu, BABA und Weibo betroffen waren. Viele der Gesetze und Richtlinien, die nicht nur das Internet, sondern auch die Bereiche Datensicherheit und persönliche Informationen, Sozialversicherung und VIE-Strukturen betreffen, waren jedoch bereits seit 2018 in Kraft oder befanden sich in der Beratung.

Die Regulierung der Internetbranche beruht beispielsweise auf Gesetzen, die vor mehreren Jahren verabschiedet und durch neue Regelungen ergänzt wurden, welche die Durchsetzung und Einhaltung der Vorschriften verbessern sollen. Die Gesetze hatten weitreichende Auswirkungen auf breite Gruppen, die mit Internetunternehmen verbunden sind, insbesondere auf den Gebieten Fintech, Unterhaltung, elektronischer Handel und Inhalte (Grafik 1).

**Grafik 1: Eine Reihe von Gesetzen nimmt weiterhin bestimmte Teile der Internet-Branche ins Visier**



Quelle: Nikko AM

*Die Erwähnung einzelner Aktien dient lediglich der Veranschaulichung und stellt weder eine Garantie für deren dauerhafte Aufnahme in das Portfolio der Strategie noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar.*

### Was die Regulierungsinitiative antreibt

Chinas Regulierungsinitiative geht unserer Meinung nach von dem Bestreben aus, Bedrohungen für die Wirtschaft und für die Lebensgrundlage der Menschen abzuwenden, das Land gegenüber den USA wettbewerbsfähig zu halten und soziale Probleme anzugehen. Ein Weg, auf dem China einer Bedrohung der Wirtschaft und der Lebensgrundlagen mittels Regulierung begegnen will, führt über die Verringerung des Wohlstandsgefälles. Die wirtschaftliche Ungleichheit in China hat sich zu einem ernsthaften Problem ausgeweitet, das zu anderen gesellschaftlichen Herausforderungen führen und die Wirtschaft destabilisieren könnte. Genutzt werden kann die Regulierung auch, um gegen unfaire Praktiken vorzugehen und Arbeitnehmer zu schützen. Außerdem können Entwicklungen korrigiert werden, die Innovationen und den Kapitalverkehr behindern, indem sie dazu führen, dass eine Handvoll Unternehmen eine Branche dominiert. Dies ist beispielsweise in der chinesischen Internetbranche der Fall.

Im ständigen Wettkampf Chinas mit den USA könnte die Regulierung eine Schlüsselrolle spielen, indem die Regierung versucht, an verschiedenen Fronten die Oberhand zu gewinnen und den Fokus weg vom Internet zu verlagern – einer aus Sicht Pekings möglicherweise in die Jahre gekommenen Technologie. Die Regierung könnte das Kapital auf strategischere Innovationsbereiche wie Halbleiter, Elektrofahrzeuge, Verteidigungstechnologie, Drohnen, Software und moderne Fertigung umleiten.

Bei den gesellschaftlichen Aspekten dürfte das Hauptziel der Regierung darin bestehen, die sinkende Geburtenrate anzugehen. Diese ist trotz der Abschaffung der Ein-Kind-Politik weiter zurückgegangen. Die Bekämpfung des „Flachliegens“ und der „Drei Berge“, also der hohen Kosten in den Bereichen Bildung, Gesundheit und Wohnen, gilt als Initiative zur Erhöhung der Geburtenrate.

### Fallstudien: Ist Regulierung falsch?

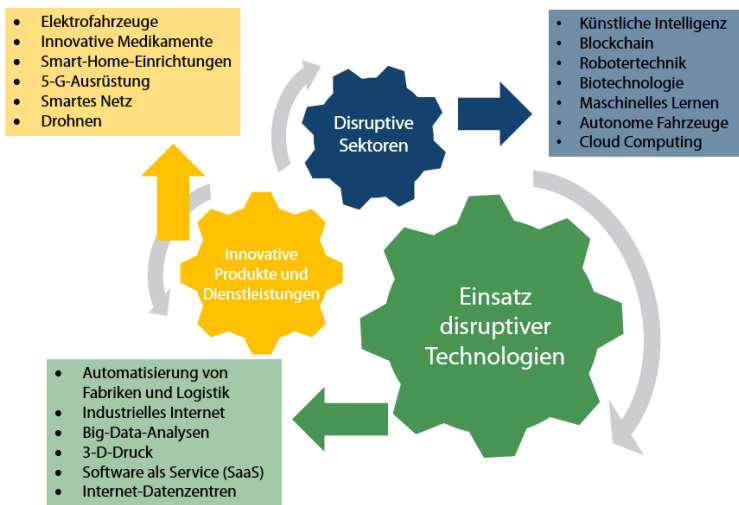
- **Ant Group:** Der Fintech-Gigant hat nicht nur seinen Börsengang Ende 2020 abgesagt, sondern wurde auch des Monopolmissbrauchs und der Missachtung regulatorischer Anforderungen beschuldigt. Ein erheblicher Teil der Einnahmen der Ant Group vor dem geplanten Börsengang stammte aus unbesicherten Online-Verbraucherkrediten. Befürchtet wird, dass der leichte Zugang zu Krediten zu einem Subprime-Problem führen könnte. Das Unternehmen soll etwa 15 % der Verbraucher Kredite des Landes besitzen. Ihm werden außerdem unfaire gemeinsame Kreditvergabepraktiken mit Banken vorgeworfen; diese waren gezwungen, den Großteil des Kreditrisikos zu tragen.
- **Didi Chuxing:** Die Software des Betreibers der Mitfahrplattform wurde aus den App-Stores entfernt, nachdem das Unternehmen im Juni an die US-amerikanische Börse gegangen war. Die Behörden leiteten außerdem eine Untersuchung zur Cybersicherheit ein, um Lecks in der nationalen Sicherheit zu verhindern, die aus einer Börsennotierung in Übersee resultieren. Aus gesellschaftlicher Sicht wurde die Fairness der „Take Rate“, die Didi von den Fahrern erhebt (der Geldbetrag, den Didi den Fahrern für die Vermittlung von Kunden in Rechnung stellt), angesichts der Monopolstellung des Unternehmens in Frage gestellt. Die Daten, über die Didi verfügt, könnten ebenfalls als zu sensibel angesehen werden; Medienberichten zufolge hat die chinesische Cyberspace-Behörde festgestellt, dass Didi unzulässigerweise Kundendaten gesammelt und verwendet hat.
- **Außerschulische Nachhilfe (AST):** Anfang 2021 gingen die Behörden gegen die boomende Nachhilfeindustrie vor. Private Unternehmen mussten den Nachhilfeunterricht für Kinder einstellen, um die Ausgaben der Familien zu senken. AST kann zwar helfen, die Noten zu verbessern, ist aber auch dafür bekannt, dass sie Schüler großem Stress aussetzt. China ist nicht das erste Land mit derartigen Bestrebungen: Südkorea hat bereits 2009 versucht, den AST-Sektor einzudämmen – mit durchwachsenem Erfolg. In China waren jedoch die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte aufgrund der Größe des Landes und der Tatsache, dass viele AST-Unternehmen in den USA börsennotiert sind, gravierender und fanden ein größeres öffentliches Echo. Die Regulierung von AST hat finanzielle Auswirkungen auf die Schätzungen zufolge rund 100 Milliarden US-Dollar schwere Branche. Das entspricht etwa 0,7 % des chinesischen BIP. Die gesellschaftlichen Kosten für die Aufrechterhaltung eines solchen Systems könnten schlicht zu hoch sein. Zudem wurde argumentiert, dass AST zur Bildung eines elitären Systems beiträgt, was für eine Gesellschaft, die Ungleichheiten abbauen will, keine gute Entwicklung darstellt.

### China ist mehr als nur Internet

Chinas Internetsektor wird im Rahmen der jüngsten Regulierungsinitiative der Regierung besonders unter die Lupe genommen. Das Land hat aber in puncto Technologie und Innovation noch viel mehr zu bieten (Grafik 2). Viele dieser Bereiche gelten als strategisch für das Land und werden daher von der Regierung stark unterstützt.

*Die Erwähnung einzelner Aktien dient lediglich der Veranschaulichung und stellt weder eine Garantie für deren dauerhafte Aufnahme in das Portfolio der Strategie noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar.*

**Grafik 2: Technologie- und Innovationsbereiche, die als strategisch für China gelten**



Quelle: Nikko AM

Auch jenseits disruptiver Technologien und Informationen hat China viel zu bieten. Wir sehen in China drei große Wachstumsfelder, die mit thematischen Trends, Dekarbonisierung und Hardware zu tun haben (Grafik 3).

**Grafik 3: Die wichtigsten Wachstumsfelder in China**

<b>Thematisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteile in der Lieferkette (z.B. Fast-Fashion-Onlinehändler Shein)</li> <li>• Guochao – Nationalbewusstsein sorgt für hohe Nachfrage nach heimischen Marken und Produkten</li> <li>• Amazon-Plattform/Exporte</li> <li>• Vierte industrielle Revolution</li> </ul>
<b>CO<sub>2</sub>-Neutralität</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erneuerbare Energien</li> <li>• Umgestaltung von Herstellungsprozessen</li> <li>• Neue Energiequellen</li> <li>• Emissionshandel</li> </ul>
<b>Hardware</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Halbleiter</li> <li>• Moderne Fabrikation</li> <li>• Automatisierung</li> <li>• Komponenten</li> </ul>

Quelle: Nikko AM

Chinas Märkte werden in ihrer Tiefe nur von denen der USA übertroffen. Außerdem findet man hier sowohl dominante Sektoren, die es anderswo nicht gibt, als auch aufstrebende Bereiche, die die Anleger begeistern. Aktives Investieren ist unserer Ansicht nach ein Schlüsselfaktor auf diesen sehr vielfältigen Kapitalmärkten, wo die Marktführer häufig wechseln.

*Die Erwähnung einzelner Aktien dient lediglich der Veranschaulichung und stellt weder eine Garantie für deren dauerhafte Aufnahme in das Portfolio der Strategie noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar.*

### Zusammenfassung

China geht proaktiv gegen Auswüchse vor, die zu ernststen Problemen für die Gesellschaft führen könnten, wenn sie nicht angegangen werden. Möglicherweise haben viele Anleger die chinesische Regierung wieder einmal falsch eingeschätzt und die strukturelle Stärke der Wirtschaft unterschätzt. Wir sind davon überzeugt, dass zum Ersten schlechte Akteure bestraft werden, China zum Zweiten ein Gleichgewicht zwischen Wirtschaftswachstum und gesellschaftlichem Zusammenhalt anstrebt und zum Dritten China weiterhin Bereiche unterstützen wird, die es als strategisch wichtig für seine Wirtschaft ansieht. „Durch Regulierung zur Innovation“ und/oder „Erst Innovation, dann Regulierung“ sind in China zyklisch verlaufende Entwicklungen. Nicht jeder Sektor oder jedes Unternehmen geht aus diesen Zyklen als Sieger hervor. Entscheidend ist es, diese Gewinner zu identifizieren und auszuwählen. Mit Änderungen bei Vorgehen und Vorschriften kann die Regierung vielen Sektoren helfen und dabei neue Marktführer an den Kapitalmärkten hervorbringen.

**Important information:** This document is prepared by Nikko Asset Management Co., Ltd. and/or its affiliates (Nikko AM) and is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable laws. This document does not constitute personal investment advice or a personal recommendation and it does not consider in any way the objectives, financial situation or needs of any recipients. All recipients are recommended to consult with their independent tax, financial and legal advisers prior to any investment.

This document is for information purposes only and is not intended to be an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any investments or participate in any trading strategy. Moreover, the information in this document will not affect Nikko AM's investment strategy in any way. The information and opinions in this document have been derived from or reached from sources believed in good faith to be reliable but have not been independently verified. Nikko AM makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, and accepts no responsibility or liability for the accuracy or completeness of this document. No reliance should be placed on any assumptions, forecasts, projections, estimates or prospects contained within this document. This document should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions stated in this document may change without notice.

In any investment, past performance is neither an indication nor guarantee of future performance and a loss of capital may occur. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realised. Investors should be able to withstand the loss of any principal investment. The mention of individual securities, sectors, regions or countries within this document does not imply a recommendation to buy or sell.

Nikko AM accepts no liability whatsoever for any loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of this document, provided that nothing herein excludes or restricts any liability of Nikko AM under applicable regulatory rules or requirements.

All information contained in this document is solely for the attention and use of the intended recipients. Any use beyond that intended by Nikko AM is strictly prohibited.

**Japan:** The information contained in this document pertaining specifically to the investment products is not directed at persons in Japan nor is it intended for distribution to persons in Japan. Registration Number: Director of the Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments firms) No. 368 Member Associations: The Investment Trusts Association, Japan/Japan Investment Advisers Association.

**United Kingdom and rest of Europe:** This document is communicated by Nikko Asset Management Europe Ltd, which is authorised and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority (the FCA) (FRN 122084). This document constitutes a financial promotion for the purposes of the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (FSMA) and the rules of the FCA in the United Kingdom, and is directed at professional clients as defined in the FCA Handbook of Rules and Guidance.

**United States:** This document may not be duplicated, quoted, discussed or otherwise shared without prior consent. Any offering or distribution of a Fund in the United States may only be conducted via a licensed and registered broker-dealer or a duly qualified entity. Nikko Asset Management Americas, Inc. is a United States Registered Investment Adviser.

**Singapore:** This document is for information to institutional investors as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289), and intermediaries only. Nikko Asset Management Asia Limited (Co. Reg. No. 198202562H) is regulated by the Monetary Authority of Singapore.

**Hong Kong:** This document is for information to professional investors as defined in the Securities and Futures Ordinance, and intermediaries only. The contents of this document have not been reviewed by the Securities and Futures Commission or any regulatory authority in Hong Kong. Nikko Asset Management Hong Kong Limited is a licensed corporation in Hong Kong.

**New Zealand:** This document is issued in New Zealand by Nikko Asset Management New Zealand Limited (Company No. 606057, FSP22562). It is for the use of wholesale clients, researchers, licensed financial advisers and their authorised representatives only.

**Kingdom of Bahrain:** The document has not been approved by the Central Bank of Bahrain which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase the Strategy will be made in the Kingdom of Bahrain and this document is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

**Kuwait:** This document is not for general circulation to the public in Kuwait. The Strategy has not been licensed for offering in Kuwait by the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. The offering of the Strategy in Kuwait on the basis a private placement or public offering is, therefore, restricted in accordance with Decree Law No. 7 of 2010 and the bylaws thereto (as amended). No private or public offering of the Strategy is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of the Strategy will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the Strategy in Kuwait.

**Kingdom of Saudi Arabia:** This document is communicated by Nikko Asset Management Europe Ltd (Nikko AME), which is authorised and regulated by the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (FSMA) and the rules of the Financial Conduct Authority (the FCA) in the United Kingdom (the FCA Rules). This document should not be reproduced, redistributed, or sent directly or indirectly to any other party or published in full or in part for any purpose whatsoever without a prior written permission from Nikko AME.

This document does not constitute investment advice or a personal recommendation and does not consider in any way the suitability or appropriateness of the subject matter for the individual circumstances of any recipient. In providing a person with this document, Nikko AME is not treating that person as a client for the purposes of the FCA Rules other than those relating to financial promotion and that person will not therefore benefit from any protections that would be available to such clients.

Nikko AME and its associates and/or its or their officers, directors or employees may have or have had positions or material interests, may at any time make purchases and/or sales as principal or agent, may provide or have provided corporate finance services to issuers or may provide or have provided significant advice or investment services in any investments referred to in this document or in related investments. Relevant confidential information, if any, known within any company in the Nikko AM group or Sumitomo Mitsui Trust Holdings group and not available to Nikko AME because of regulations or internal procedure is not reflected in this document. The investments mentioned in this document may not be eligible for sale in some states or countries, and they may not be suitable for all types of investors.

**Oman:** The information contained in this document neither constitutes a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial companies law of Oman (Royal decree 4/74) or the Capital Markets Law of Oman (Royal Decree 80/98), nor does it constitute an offer to sell, or the solicitation of any offer to buy non-Omani securities in the Sultanate of Oman as contemplated by Article 139 of the Executive Regulations to the Capital Market law (issued by Decision No. 1/2009). This document is not intended to lead to the conclusion of any contract of whatsoever nature within the territory of the Sultanate of Oman.

**Qatar (excluding QFC):** The Strategies are only being offered to a limited number of investors who are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such Strategies. The document does not constitute an offer to the public and should not be reproduced, redistributed, or sent directly or indirectly to any other party or published in full or in part for any purpose whatsoever without a prior written permission from Nikko Asset Management Europe Ltd (Nikko AME). No transaction will be concluded in your jurisdiction and any inquiries regarding the Strategies should be made to Nikko AME.

**United Arab Emirates (excluding DIFC):** This document and the information contained herein, do not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The Strategy is only being offered to a limited number of investors in the UAE who are (a) willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such Strategy, and (b) upon their specific request.

The Strategy has not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof).

No transaction will be concluded in the UAE and any inquiries regarding the Strategy should be made to Nikko Asset Management Europe Ltd.

**Republic of Korea:** This document is being provided for general information purposes only, and shall not, and under no circumstances is, to be construed as, an offering of financial investment products or services. Nikko AM is not making any representation with respect to the eligibility of any person to acquire any financial investment product or service. The offering and sale of any financial investment product is subject to the applicable regulations of the Republic of Korea. Any interests in a fund or collective investment scheme shall be sold after such fund is registered under the private placement registration regime in accordance with the applicable regulations of the Republic of Korea, and the offering of such registered fund shall be conducted only through a locally licensed distributor.