

Knut Benjamin Pißler*

Neue Chancen und Risiken für ausländische Investoren auf dem chinesischen Kapitalmarkt

Gliederung:

- 1 Einleitung
- 2 Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes
- 3 Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien an ausländische Anleger
 - 3.1 Rechtslage vor November 2002
 - 3.2 Rechtslage seit November 2002
 - 3.3 Neue Möglichkeiten und Risiken für ausländische Investoren
- 4 Öffnung des Kapitalmarktes für qualifizierte ausländische institutionelle Anleger
 - 4.1 Hintergrund
 - 4.2 Qualifikationsvoraussetzungen
 - 4.3 Investitionsobjekte
 - 4.4 Investitionsportefeuille
 - 4.5 Restriktionen beim Kapitaltransfer
 - 4.6 Handel mit Wertpapieren
 - 4.7 Reaktionen auf die QFII-Methode
- 5 Fazit

1 Einleitung

Der chinesische Kapitalmarkt entwickelt sich bereits seit Mitte der achtziger Jahre. Er hat aber erst Anfang der neunziger Jahre mit der Errichtung der Wertpapierbörsen in den Städten Shanghai und Shenzhen und einer teilweisen Öffnung des Aktienmarktes für Ausländer Beachtung auch außerhalb der VR China gefunden.¹ Bis 1995 haf-tete den Börsen noch das einschränkende Etikett eines „Pilotprojekts“ an und das Kapitalmarktexperiment der VR China war immer wieder Kritik auf höchster poli-tischer Ebene ausgesetzt.² Erst mit Verabschiedung des „Wertpapiergesetzes“³ und der Einsetzung einer mit weit reichenden Kompetenzen ausgestatteten Aufsichtsbehör-

¹Siehe zur beginnenden Entwicklung des chinesischen Kapitalmarktes Mei Xia, Jian Hai Lin, Phillip D. Grub, *The re-emerging securities markets in China*, Westport 1992, S.56ff.; Thomas Adämmer, *Entstehung und Entwicklung der chinesischen Kapitalmärkte*, Band 1 der Studien zur Wirtschaft und Politik Ost- und Südostasiens, Hamburg 1995, S.10ff.

²Siehe Sebastian Heilmann, „Der chinesische Aktienmarkt (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel“, in: *China Analysis*, No.3 (May 2001), S.12f., als pdf-download unter www.china-politik.de/studien/index.htm.

³„Zhonghua Renmin Gongheguo Zhengquan fa“ (Wertpapiergesetz der VR China) v. 29.12.1998, deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), *Chinas Recht*, 29.12.1998/1.

de in den Jahren 1998/99 wurde unter dem Eindruck der asiatischen Finanzkrise ein Konsens darüber erreicht, dass der Aufbau eines normierten und effizienten Kapitalmarktes für die weitere Entwicklung und die Reorganisation der staatseigenen Unternehmen unverzichtbar ist.

Teile des chinesischen Kapitalmarktes wie der Futureshandel und Investmentfonds befinden sich auch gegenwärtig noch in einer frühen Entwicklungsphase. Andere Bereiche, wie zum Beispiel die als Emissionsbanken und Wertpapierbroker fungierenden Wertpapiergesellschaften, machen vor dem Hintergrund des WTO-Beitrittes der VR China zurzeit eine Phase der Konsolidierung durch. Sieht man von Mängeln bei der Publizität und der Corporate Governance börsenzugelassener Gesellschaften sowie regelmäßigen Skandalen ab, bei denen Marktteilnehmer in Insidergeschäften oder Marktmanipulationen verwickelt sind, ist der Aktienmarkt hingegen verhältnismäßig weit entwickelt.

Ende des Jahres 2002 entschied die chinesische Regierung, bislang geschlossene Segmente des Aktienmarktes für ausländische Investoren zu öffnen. Erstens ist nunmehr die Übertragung von so genannten Staatsaktien und juristischen Personenaktien börsenzugelassener Gesellschaften an ausländische Anleger unter bestimmten Voraussetzungen gestattet. Zweitens wurde eine Vorschrift erlassen, die „qualifizierten ausländischen institutionellen Anlegern“ erlaubt, in Aktien und andere Finanzinstrumente zu investieren, die bis zu diesem Zeitpunkt chinesischen Anlegern vorbehalten waren.

Einerseits hofft man, auf diese Weise ausländisches Know-how zu importieren, um die genannten Mängel des Aktienmarktes zu beheben. Außerdem ist nicht zu übersehen, dass man mit dieser weiteren Öffnung für ausländisches Kapital bezweckt, die Talfahrt zu stoppen, in der sich der chinesische Aktienmarkt seit Mitte des Jahres 2001 befindet. Andererseits ist die chinesische Regierung aber bestrebt, den inländischen Kapitalmarkt so wenig wie möglich für externe Krisen anfällig zu machen und ausländische Spekulanten fernzuhalten, die nur an kurzfristigen Gewinnen interessiert sind. Es wird befürchtet, dass sich ansonsten der gegenwärtige Zustand großer Kursschwankungen auf dem chinesischen Aktienmarkt nicht verbessern, sondern im Gegenteil noch verschärfen könnte.⁴ Die Öffnung des Aktienmarktes ist daher von Maßnahmen begleitet, welche zwar den Zufluss ausländischen Kapitals erlauben, zugleich aber den schnellen Abzug der Geldmittel aus der VR China verhindern sollen.

Im Folgenden werden zunächst einige Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes erläutert, ohne deren Kenntnis die jüngsten Schritte der Öffnung des Kapitalmarktes für Ausländer nicht verständlich sind. Anschließend werden diese Schritte vorgestellt und beleuchtet, welche Chancen und Risiken sich hiermit für ausländische Investoren bieten.

⁴Siehe zu einer Untersuchung der Volatilität des chinesischen Aktienmarktes in den neunziger Jahren Yilei Zhang, W.A. Thomas, „Operational Mechanism and Characteristics of China's Primary and Secondary Stock Markets“, in: *Journal of Asian Business*, Vol. 15 (1999), No.1, S.58f.; siehe auch Felix Ulmer-Zhuo, „Die Börsen in Shanghai und Shenzhen“, in: Sebastian Heilmann, Jörn-Carsten Gottwald (Hrsg.), *Der chinesische Aktienmarkt*, Hamburg 2002, S.66f.

2 Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes

Wie in anderen wirtschaftlichen Bereichen wird in der VR China auch bei Investitionen in börsenzugelassene Gesellschaften zwischen chinesischen⁵ und ausländischen Personen unterschieden. Dies äußert sich auf dem chinesischen Kapitalmarkt dadurch, dass Aktienkategorien nach dem jeweiligen Inhaber eingeteilt werden.

Der Erwerb und Handel so genannter A-Aktien⁶ war bislang auf Anleger beschränkt, die in der VR China ansässig sind und die chinesische Staatsbürgerschaft besitzen oder deren Rechtspersönlichkeit dem chinesischen Recht unterliegt. Hingegen waren die so genannten B-Aktien⁷ bis vor zwei Jahren ausländischen Anlegern vorbehalten.⁸ B-Aktien hatten nach einem erfolgreichen Start zum Jahreswechsel 1991/92⁹ immer mehr an Attraktivität für ausländische Anleger verloren.¹⁰ Folglich entschied die Chinesische Wertpapieraufsichtskommission (China Securities Regulatory Commission, CSRC) am 19. Februar 2001 mit Genehmigung des Staatsrates, auch chinesischen Staatsbürgern den Erwerb und Handel von B-Aktien zu erlauben.¹¹

Neben A- und B-Aktien werden weitere Aktienkategorien unterschieden. Zu nennen sind Staatsaktien (*guojia gu*) und juristische Personenaktien (*faren gu*). Letztere werden – wiederum abhängig vom Status des jeweiligen Inhabers – in staatseigene juristische Personenaktien (*guoyou faren gu*) und allgemeine juristische Personenaktien (*shehui faren gu*) eingeteilt. Unübersichtlich wird die Einteilung dadurch, dass Staatsaktien und staatseigene juristische Personenaktien zusammen als staatseigene Aktien (*guoyou gu*) bezeichnet werden. Gemeinsam ist den genannten Aktien und Aktien weiterer Kategorien, auf die im Folgenden einzugehen sein wird, dass sie im Gegensatz zu A- und B-Aktien nicht über die Börsen handelbar sind.¹² Man spricht in diesem Zusammenhang von

⁵„Gebiet der VR China“, „innerhalb des Gebietes“ und „chinesisch“ bezieht sich in diesem Aufsatz auf die VR China ohne Hongkong, Macau und Taiwan.

⁶Als A-Aktien bezeichnet man hierbei Aktien, deren Nennwert auf die chinesische Währung Renminbi lautet, in der auch ihr Handel und die Dividendenauszahlungen erfolgen.

⁷B-Aktien sind Aktien, deren Nennwert zwar ebenfalls auf Renminbi lautet, bei denen Handel und Dividendenauszahlungen jedoch an der Börse in Shanghai in US-Dollar bzw. in an der Börse in Shenzhen in Hongkong-Dollar erfolgen.

⁸Siehe zu der Unterscheidung von A- und B-Aktien auch Phillip Comberg, *Die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft in China*, Hamburg 2000, S.58.

⁹Siehe dazu etwa Mei Xia, Jian Hai Lin, Phillip D. Grub, a.a.O. (Fn. 1), S.123f.; Phillip Comberg, a.a.O. (Fn. 8), S.32f.

¹⁰Das nachlassende Interesse an B-Aktien war unter anderem darauf zurückzuführen, dass seit Ende 1992 bzw. Mitte 1993 die ersten chinesischen Gesellschaften an den Börsen in New York (N-Aktien) und Hongkong (H-Aktien) notiert wurden, wodurch sich eine Investitionsalternative bot, die in den Augen ausländischer Anleger im Vergleich zu B-Aktien solider erschien; siehe C.a., 1994/8, Ü 33. Siehe zu einer Untersuchung der Ursachen aus chinesischer Sicht Yu Xugang, „B-gu dimi de zhidu fenxi“ („Systematische Analyse der [Kurs-] Depression der B-Aktien“), in: *Zhongguo faxue (Chinesische Rechtswissenschaft)* 1999, Nr.6, S.85ff.

¹¹*Zhongguo Zhengquan Bao (China Securities Journal, ZGZQB)*, 20.2.2001, S.1; C.a., 2001/2, Ü 34.

¹²Zu einer Übersicht der bestehenden Aktienkategorien nach der derzeit geltenden Aufteilung durch die chinesische Wertpapieraufsichtskommission siehe Knut Benjamin Pißler, „Corporate Govern-

„nicht zirkulierenden Aktien“ (*fei liutong gu*). Während A- und B-Aktien über die Börsen gehandelt (*jiaoyi*) werden, findet die Übertragung (*zhuanrang*) der „nicht zirkulierenden Aktien“ außerhalb des Börsenhandels statt und bildete bislang einen Bereich des chinesischen Kapitalmarktes, der sich durch ungenügende Transparenz und wenige Vorschriften auszeichnet. „Nicht zirkulierende“ Aktien können nur in Form einer Vereinbarung übertragen (*xieyi zhuanrang*) werden, wobei die Voraussetzungen für eine solche Übertragung bislang nicht abschließend geregelt sind.¹³

3 Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien an ausländische Anleger

3.1 Rechtslage vor November 2002

Bereits in den Jahren 1992 und 1994 erließen das Staatsamt zur Verwaltung staatseigenen Vermögens und die Staatliche Kommission zur Reform der Wirtschaftsstruktur Abteilungsregeln (*bumen guizhang*)¹⁴, die eine Übertragung von juristischen Personenaktien und Staatsaktien an bestimmte Genehmigungsvoraussetzungen knüpfte.¹⁵ Diese Regeln waren jedoch ungenau formuliert und lückenhaft.

Einerseits wurde bestimmt, dass sich die Übertragung von Staatsaktien nach „einschlägigen staatlichen Bestimmungen“ zu richten habe.¹⁶ Andererseits war zur Veräußerung von „in Anteile aufgeteiltes staatseigenes Vermögen“ (*guoyou zichan chai gu*) an ausländische Anleger festgelegt worden, dass eine entsprechende Regelung anderweitig erlassen werden würde.¹⁷ Eine solche Bestimmung wurde jedoch nicht erlassen, und es blieb unklar, welche Aktienkategorien mit der Bezeichnung „in Anteile aufgeteiltes staatseigenes Vermögen“ gemeint waren.

Die Regeln aus dem Jahr 1994 trugen nur wenig zur Klärung dieser Frage bei. Zwar wurde nunmehr der

ance in der VR China: Neue Vorschriften für börsenzugelassene Gesellschaften“, in: *China Analysis*, No.17 (November 2002), als pdf-download unter <http://www.chinapolitik.de/studien/index.htm>.

¹³Vgl. Jonathan Z. Zhou, „New Rules on Transfer of Non-listed Shares“, in: *China Law & Practice (CLP)*, Vol.15 (2001), Nr.9, S.73. Veränderungen können sich insoweit aber auch durch den Erlass der „Verwaltungsmethode für die Übernahmen börsennotierter Gesellschaften“ („Shangshi gongsi shougou guanli banfa“) ergeben; siehe dazu Mario Feuerstein, „Übernahmen börsennotierter Gesellschaften in der VR China nach neuem Recht“, in dieser Ausgabe von C.a., 2003/2.

¹⁴Vgl. §§ 71ff. „Gesetzgebungsgesetz“ („Lifa fa“) v. 15.3.2000, abgedruckt in: *Zhonghua Renmin Gongheguo zhengquan qihuo fagui huibian* (CSRC-Vorschriftensammlung) 2000, S.3ff., deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 15.3.00/2.

¹⁵„Normierungsansichten zur Aktiengesellschaft“ („Gufen youxian gongsi guifan yijian“) v. 15.5.1992 (AG-Normierungsansicht 1992), abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 1992/93, S.79ff.; „Vorläufige Bestimmungen zur Verwaltung staatseigenen Vermögens bei Versuchen mit Anteilsunternehmen“ („Gufen zhi shidian qiye guoyou zichan guanli zanzing guiding“) v. 27.7.1992 (Bestimmungen 1992), abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 1992/93, S.168ff.; „Vorläufige Methode zur Verwaltung staatlicher Anteilsrechte an Aktiengesellschaften“ („Gufen youxian gongsi guoyou quanguan li zanzing banfa“) v. 3.11.1994 (Methode 1994), abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 1994, S.204ff.; deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 3.11.1994/1.

¹⁶§ 30 Nr.3 AG-Normierungsansicht 1992 (Fn. 15).

¹⁷§ 19 Satz 3 Bestimmungen 1992 (Fn. 15).

Grundsatz festgelegt, dass Staatsaktien und staatseigene juristische Personenaktien „nach dem Recht“ übertragbar sind.¹⁸ Wegen konkreter Methoden zur Übertragung dieser Aktien verwiesen die Regeln jedoch wiederum auf Bestimmungen, die anderweitig festgelegt werden sollten.¹⁹ Als Genehmigungsbehörde für eine Übertragung an Ausländer wurde außerdem das Staatsamt zur Verwaltung staatseigenen Vermögens bestimmt.²⁰ Im Übrigen ließen die Regeln jedoch Raum für Interpretationen. Unklar blieb erstens ihr Anwendungsbereich. Denn sie unterschieden nicht zwischen börsenzugelassenen und nicht börsenzugelassenen Gesellschaften. Zweitens konnten die Regeln so verstanden werden, dass eine Genehmigung zwar für die Übertragung von Staatsaktien, nicht aber für staatseigene juristische Personenaktien an Ausländer erforderlich sei.²¹

Tatsächlich nutzten zwei japanische Automobilhersteller im Jahr 1995 die unklare Rechtslage. Der Isuzu Motors und der Itochu Corporation gelang es im August 1995, im Wege einer Vereinbarung über den Kauf juristischer Personenaktien zum größten Aktionär der Beijing Lightbus AG zu werden, die heute unter der Wertpapierkennnummer (WKN) 600855 an der Börse in Shanghai notiert wird.²²

Als unmittelbare Reaktion auf dieses als „Beilü-Vorfall“ bekannt gewordene Ereignis erließ das Hauptbüro des Staatsrates nach einer entsprechenden Anfrage durch die damals zuständige Wertpapierkommission des Staatsrates (State Council Securities Commission, SCSC) am 23. September 1995 ein „Schriftstück mit Rechtsnormcharakter“ (*fagui xing wenjian*)²³ in Form einer Mitteilung.²⁴ Hierin wurde nunmehr eindeutig bestimmt, dass es „ausnahmslos keiner Einheit erlaubt ist, Staatsaktien und juristische Personenaktien börsenzugelassener Gesellschaften an Ausländer zu übertragen“, solange keine entsprechende Regelung erlassen worden sei.

Anfang 1996 scheiterte dementsprechend die Nimrod Group bei einem Versuch, Staatsaktien der Guang-

hua Chemical Fibre AG²⁵ (WKN 600672) zu erwerben.²⁶ Die Chinesische Wertpapieraufsichtskommission setzte die Notierung der A-Aktien dieser Gesellschaft an der Börse in Shanghai für zwei Tage aus und mahnte in einer „Pressemittteilung“, die im Amtsblatt der Aufsichtskommission veröffentlicht wurde, dass Zuwiderhandlungen künftig verfolgt würden.²⁷

Im Jahr 1997 erließ das Amt zur Verwaltung staatseigenen Vermögens gemeinsam mit der Staatlichen Kommission zur Reform der Wirtschaftsstruktur erneut Abteilungsregeln, die auch das Problem der Übertragbarkeit von Staatsaktien und juristischen Personenaktien behandelten.²⁸ Als Mindestkaufpreis für staatseigene Aktien wurde ihr Nettovermögenswert (*jing zichen zhi*) festgelegt.²⁹ Außerdem enthielten sie den Grundsatz, dass Aktionäre staatseigener Aktien diese nach dem Recht in- und ausländischen juristischen und natürlichen Personen übertragen dürfen.³⁰ Als Bedingung für die Übertragung legte die Vorschrift fest, dass sie den Anforderungen der einschlägigen staatlichen Gesetzen, Verwaltungsrechtsnormen und der Industriepolitik (*chanye zhengce*) entsprechen müsse.³¹ Damit galt hinsichtlich börsenzugelassener Gesellschaften weiterhin das Verbot einer solchen Transaktion, wie es das Hauptbüro des Staatsrates im September 1995 ausgesprochen hatte.³²

Um Einfluss in börsenzugelassenen Gesellschaften zu gewinnen, beschränkten sich ausländische Investoren daher auf andere Strategien. Die direkteste Strategie war dabei der Ankauf von B-Aktien über die Börsen. Die US-amerikanische Ford Motor Company kaufte beispielsweise im Jahr 1995 in großem Umfang B-Aktien der Jiangling Automobil AG (WKN 000550 bzw. 200505) und hält heute als zweitgrößter Aktionär knapp unter 30% der in Shen-

²⁵Die Guanghua Chemical Fibre AG benannte sich im Dezember 1998 in Sichuan Eurasia Agrikultur AG um, wechselte die Bezeichnung jedoch bereits wieder im September 1999 in Sichuan Yinghao Science-Technology & Education Investment AG. Im August 2001 verlegte die Gesellschaft ihren Firmensitz nach Guangdong und wird seitdem unter der Bezeichnung Guangdong Yinghao Science-Technology & Education Investment AG in Shanghai notiert. Siehe dazu den Jahresbericht 2001 der Guangdong Yinghao Science-Technology & Education Investment AG, S.37.

²⁶Vgl. I.A. Tokley, Tina Ravn, *Company and Securities Law in China*, Hongkong & Singapore 1998, S.71. Vgl. aber auch Cole R. Capener, „M&A in China Comes of Age“, in: *The China Business Review*, 7-8, 1998, S.17, der diesen Versuch als Beispiel für eine erfolgreiche Akquisition einer börsenzugelassenen Gesellschaft in der VR China anführt.

²⁷*Zhongguo zhengquan jiandu guanli weiyuan hui gonggao* (CSRC-Amtsblatt) 1996, Nr.1, S.41.

²⁸„Normierende Ansichten zur Ausübung der Anteilsrechte durch die Aktionäre staatseigener Aktien bei Aktiengesellschaften“ („Gufen youxian gongsi guoyou gu gudong xingshi guanan xingwei guifan yijian“) v. 24.3.1997 (Ansichten 1997) *Guowuyuan Gongbao* (Amtsblatt des Staatsrates) 1997, S.1339ff.; deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 24.3.97/1.

²⁹§ 17 Ansichten 1997 (Fn. 28).

³⁰§ 15 Satz 1 Ansichten 1997 (Fn. 28).

³¹§ 15 Satz 2 Ansichten 1997 (Fn. 28).

³²Zwar ist das Gesetzgebungsgesetz (Fn. 14) erst am 1. Juli 2000 in Kraft getreten, sodass die Regelung zum Vorrang von Rechtsnormen vor Abteilungsregeln in § 79 Satz 2 nicht angewendet werden kann. Außerdem könnte man Zweifel haben, ob „Dokumente mit Rechtsnormcharakter“ in der Gesetzeshierarchie dieselbe Stellung wie Rechtsnormen einnehmen. Jedenfalls dürfte das Verbot aber als Industriepolitik anzusehen sein, der die Übertragung nach § 15 Satz 2 Ansichten 1997 (Fn. 28) zu entsprechen hat.

¹⁸§ 29 Abs. 1 i.V.m. § 2 Abs. 4 Methode 1994 (Fn. 15).

¹⁹§ 29 Abs. 3 Methode 1994 (Fn. 15).

²⁰§ 29 Abs. 2 Nr.3 Methode 1994 (Fn. 15).

²¹Vgl. die insofern unklar formulierte § 29 Abs. 2 Methode 1994 (Fn. 15): „Die Übertragung staatlicher Anteilsrechte muss folgenden Bestimmungen entsprechen: [...]“

²²Vgl. ZGZQB, 20.12.2000, S.14; Xian Chu Zhang, „The Old Problems, the New Law, and the Developing Market – A Preliminary Examination of the First Securities Law of the People’s Republic of China“, in: *The International Lawyer*, Vol.33, No.4 (Winter 1999), S.987. Die japanischen Gesellschaften haben ihre Aktien erst im September 2000 wiederum im Wege einer Vereinbarung der Changfeng Wissenschaft & Technik Industrie Gruppe Gesellschaft übertragen. Im Februar 2001 änderte die Beijing Lightbus AG nach einem entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung ihre Bezeichnung in Beijing Aerospace Changfeng AG und wird seitdem unter dieser Bezeichnung an der Börse in Shanghai notiert. Siehe dazu den Jahresbericht 2001 der Beijing Aerospace Changfeng AG, S.21.

²³Vgl. zum Erlass von Rechtsnormen der Verwaltung (*xingzheng fagui*) die §§ 56ff. Gesetzgebungsgesetz (Fn. 14).

²⁴„Mitteilung des Hauptbüros des Staatsrates zur Weitergabe des Ersuchens um Anweisung durch die SCSC zur vorläufigen Aussetzung der Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien börsenzugelassener Gesellschaften auf Ausländer“ („Guowuyuan bangongting zhuanfa guowuyuan zhengquan weiyuanhui guanyu zanzing jiang shangshi gongsi guoyou gu he faren gu zhuanrang gei waishang de qingshi de tongzhi“), abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 1995, S.98f.

zhen notierten Aktien dieser Gesellschaft.³³ Diese Strategie bietet sich jedoch nur dann an, wenn die Zielgesellschaft B-Aktien ausgegeben hat und diese einen nicht unwesentlichen Teil des Stammkapitals bilden.

Daneben blieb ausländischen Investoren die Möglichkeit, sich nach einer entsprechenden Genehmigung an nicht börsenzugelassenen Aktiengesellschaften zu beteiligen und die Gesellschaft nach einer Emission von A- und/oder B-Aktien an die Börse zu bringen. Die American Aviation Ltd. des US-amerikanischen Milliardärs George Soros kaufte zum Beispiel im November 1995 mit Genehmigung des Ministeriums für Außenhandel und wirtschaftliche Zusammenarbeit über 100 Mio. Aktien der zu diesem Zeitpunkt noch nicht börsenzugelassenen Hainan Luftfahrt AG.³⁴ Diese Aktien hatte die Hainan Luftfahrt AG im Rahmen einer Privatplatzierung ausgegeben. Im April 1997 emittierte die Hainan Luftfahrt AG dann 71 Mio. B-Aktien (WKN 900945) an das Publikum. Außerdem gab die Gesellschaft im Jahr 1999 weitere 205 Mio. A-Aktien (WKN 600221) öffentlich aus. Die A- und B-Aktien der AG werden seitdem an der Börse in Shanghai gehandelt. Hingegen sind die von der American Aviation Ltd. gehaltenen Aktien, die gegenwärtig knapp 15% des Stammkapitals der Hainan Luftfahrt AG bilden, als „außerhalb des Gebietes [der VR China] platzierte juristische Personenaktien“ (*jingwai muji faren gu*) bislang nicht über die Börse handelbar.³⁵

Unter den 1.160 Gesellschaften, die Ende 2001 an den Börsen in Shanghai und Shenzhen notiert waren, befanden sich immerhin 59 Gesellschaften, die in ihren Jahresberichten „nicht zirkulierende Aktien“ in den Händen ausländischer Investoren auswiesen.³⁶ Die ausländischen Investoren hatten – wie im Fall der American Aviation Ltd. – bei einer Privatplatzierung neue Aktien erworben oder als Gründer einen bestimmten Teil der Aktien bei Errichtung der AG gezeichnet. Ein Beispiel für solche „nicht zirkulierenden Aktien“ in den Händen ausländischer Gründer ist die Tsann Kuen Industrie- und Handels AG (WKN 200512). Die Gesellschaft wurde bereits im Jahre 1988 als Unternehmen mit rein ausländischem Kapital (*Wholly Foreign-Owned Enterprise*) unter der Bezeichnung Xiamen Tsann Kuen Elektrogeräte GmbH gegründet.³⁷ Im Februar 1993 wandelte sich das Unternehmen in eine Aktiengesellschaft um. Einige Monate später gab die AG 40 Mio. B-Aktien aus, die seitdem an der Börse in Shenzhen notiert werden. Die handelbaren B-Aktien machen jedoch

nur wenig mehr als ein Viertel des Stammkapitals der Gesellschaft aus. Hingegen halten die Gründer – drei Gesellschaften mit Sitz in Hongkong – 73% der Aktien in Form von „Aktien, die von ausländisch kapitalisierten Gründern gehalten werden“ (*waizi faqiren chiyou de gufen*).³⁸

Schließlich nutzten Ausländer zum Teil auch die Strategie, über den Umweg einer innerhalb der VR China gegründete juristische Person „nicht zirkulierende Aktien“ börsenzugelassener Gesellschaften zu erwerben. So hält beispielsweise der französische Telekommunikationsausrüster Alcatel über sein Joint Venture Shanghai Bell GmbH mehr als 25% der Aktien der Shanghai Belling AG (WKN 600171).³⁹ Die Aktien in den Händen der Shanghai Bell GmbH werden im Jahresbericht der AG als „Aktien, die von inländisch kapitalisierten Gründern gehalten werden“ (*neizi faqiren chiyou de gufen*) bezeichnet und sind als solche nicht über die Börse handelbar.⁴⁰ Wie viele ausländische Investoren diesen Weg einer Beteiligung an börsenzugelassenen Gesellschaften gewählt haben, ist nicht feststellbar. Denn die Aktien, die sie über eine juristische Person mit Sitz innerhalb des Gebietes der VR China halten, sind nicht als Auslandsinvestitionsaktien zu erkennen.

Der Überblick macht deutlich, dass zwar bereits vor November 2002 verschiedene Wege vorhanden waren, sich als ausländischer Investor an börsenzugelassenen Gesellschaften in der VR China zu beteiligen. Ein unmittelbarer Erwerb von staatseigenen Aktien börsenzugelassener Gesellschaften war ausländischen Investoren jedoch bislang verboten.

3.2 Rechtslage seit November 2002

Das Verbot des Erwerbs staatseigener Aktien von börsenzugelassenen Gesellschaften durch Ausländer wurde erst im November 2002 in einen Genehmigungsvorbehalt umgewandelt. Mit Einverständnis des Staatsrates machte die CSRC gemeinsam mit dem Finanzministerium und der Staatlichen Kommission für Wirtschaft und Handel am 4. November 2002 die drei Tage zuvor erlassene „Mitteilung zu Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung von staatseigenen Aktien und juristischen Personenaktien börsenzugelassener Gesellschaften an Ausländer“⁴¹ (im Folgenden Mitteilung) bekannt.

Die Mitteilung legt die Prinzipien fest, nach denen sich eine Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien zu richten hat.⁴² Demnach muss sie unter anderem der staatlichen Industriepolitik entsprechen und die bessere Allokation staatseigenen Kapitals und den gerechten Wettbewerb fördern. Außerdem sollen mittel- und langfristige Investitionen angezogen werden, während

³³Siehe den Jahresbericht 2001 der Jiangling Automobil AG, S.7. Siehe zu diesem und einem weiteren Beispiel auch I.A. Tokley, Tina Ravn, a.a.O. (Fn. 26), S.117.

³⁴Siehe den Jahresbericht 2001 der Hainan Luftfahrt AG, S.29.

³⁵Zu der Umwandlung dieser nichthandelbaren Auslandsinvestitionsaktien in B-Aktien, mit der auf experimenteller Basis im September 2000 begonnen worden war, siehe *Newsletter der Deutsch-Chinesischen Juristenvereinigung e.V.* (NDCJ), 4/2001, S.196, und Han, Christophe, „Conversion of Non-listed Foreign Investment Shares into B Shares“, in: CLP, Vol.16 (2002), Nr.8, S.73. Die American Aviation Ltd. erhielt im Januar 2003 die Genehmigung, ihre Aktien an der Hainan Luftfahrt AG zu verkaufen, vgl. „Soros wins approval to sell stake in Hainan Airlines“, in: SCMP, 25.1.2003.

³⁶Eigene Untersuchung der Jahresberichte 2001 in: Zhongguo zhengquan bao she (Hrsg.), *2002 nian shangshi gongsi sucha shouce* (*Almanach börsenzugelassener Gesellschaften 2002*), Beijing 2002, S.15ff. und der beiliegenden CD-Rom.

³⁷Jahresbericht 2001 der Tsann Kuen Industrie- und Handels AG, S.24.

³⁸Ebenda, S.5.

³⁹Vgl. „China eases way for foreign investors“, in: FT, 5.11.2002, S.19 und den Jahresbericht 2001 der Shanghai Belling AG, S.7.

⁴⁰Siehe den Jahresbericht 2001 der Shanghai Belling AG, S.6.

⁴¹„Guanyu xiang waishang zhuanrang shangshi gongsi guoyou gu he faren gu youguan wenti de tongzhi“, abgedruckt in: ZGZQB, 4.11.2002, S.6; chin.-engl. in: CLP, Vol.16 (2002), Nr.10, S.57ff. Der chinesische Begriff *waishang* im Titel der Mitteilung ist wörtlich als „ausländische Händler“ zu übersetzen. Aus dem 10. Abschnitt der Mitteilung folgt, dass hiermit auch Personen aus den Sonderverwaltungszonen Hongkong und Macau sowie aus Taiwan gemeint sind.

⁴²1. Abschnitt der Mitteilung.

kurzfristige „Spekulationen“ (*chaozuo*) zu vermeiden seien.

Die Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien muss dem „Katalog zur Anleitung ausländischer Industrieinvestitionen“ entsprechen.⁴³ Der Erwerb dieser Aktien von Gesellschaften in Industriebranchen, in denen ausländische Investitionen nach dem Katalog verboten sind, ist daher nicht möglich. In Industriebranchen, in denen chinesische Aktionäre eine beherrschende Stellung innehaben müssen, muss gewährleistet bleiben, dass chinesische Aktionäre auch nach der Übertragung die beherrschende Stellung oder eine „relativ beherrschende Stellung“ (*xiangdui konggu*)⁴⁴ beibehalten.

Die Mitteilung verlangt, dass ausländische Anleger, die Staatsaktien und juristische Personenaktien erwerben, über eine verhältnismäßig starke Managementfähigkeit und Finanzkraft verfügen und vergleichsweise gute finanzielle Verhältnisse aufweisen sowie über ein gewisses Prestige verfügen.⁴⁵ Sie fordert außerdem, dass ausländische Investoren die Fähigkeit haben, die Corporate Governance der börsenzugelassenen Gesellschaft zu verbessern und deren nachhaltige Entwicklung zu fördern.

Die Übertragung bedarf der Genehmigung durch die Staatliche Kommission für Wirtschaft und Handel und das Finanzministerium.⁴⁶ „Projekte von erheblicher Bedeutung“ (*zhongda shixiang*) müssen darüber hinaus vom Staatsrat genehmigt werden. Außerdem sind die Bestimmungen der CSRC zur Publizität und zu Ankäufen börsenzugelassener Gesellschaften einzuhalten.⁴⁷

Grundsätzlich muss das Entgelt für die Aktien in einer frei konvertierbaren Währung entrichtet werden.⁴⁸ Allerdings können Ausländer, die bereits Investitionen innerhalb des Gebietes der VR China durchgeführt haben, nach Genehmigung der Devisenverwaltungsabteilung auch Gewinne, die durch diese Investitionen erzielt wurden, für den Kauf verwenden.⁴⁹

3.3 Neue Möglichkeiten und Risiken für ausländische Investoren

Es stellt sich die Frage, welche Vorteile der Erwerb staats-eigener Aktien neben den bislang bestehenden Möglichkeiten einer Beteiligung an börsenzugelassenen Gesell-

schaften ausländischen Investoren bietet. Festzustellen ist, dass die Aufhebung des Verbotes aus dem Jahr 1995 ausländischen Investoren erstmals den chinesischen Markt für Unternehmensübernahmen öffnet.⁵⁰ Denn da zwei Drittel der Aktien börsenzugelassener Gesellschaften nicht über die Börsen handelbar sind und B-Aktien nur einen geringen Bruchteil der Börsenkapitalisierung ausmachen, war die Übernahme einer an den Börsen in Shanghai und Shenzhen notierten Gesellschaft durch ausländische Investoren bislang nahezu unmöglich. Der Aufbau eines chinesischen Marktes für Unternehmensübernahmen wäre aber ein wesentlicher Schritt zur Verbesserung der Corporate Governance der notierten Unternehmen.⁵¹

Zumindest im Vergleich zu einer Beteiligung an börsenzugelassenen Gesellschaften durch den Erwerb von B-Aktien könnte für ausländische Investoren vorteilhaft sein, dass staatseigene Aktien nicht zum Börsenkurs erworben werden müssen. Der Preis für den Erwerb staatseigener Aktien ist jedoch ein politisch höchst umstrittenes und ökonomisch sehr sensibles Thema. Als die Anji Jianghuai Automobilchassis AG (WKN 600418) im Sommer 2001 bei ihrer Erstemission von A-Aktien zugleich einen Teil ihrer staatseigenen Aktien zum Emissionspreis an das Publikum verkaufte und damit eine neue Politik zur Reduzierung des Anteils staatseigener Aktien einleitete, brachen die Kurse an den Börsen der VR China ein. Von Juni bis Oktober 2001 sank die Börsenkapitalisierung der in Shanghai und Shenzhen börsenzugelassenen Gesellschaften um fast eine Billion Yuan (ca. 112 Mrd. Euro).⁵² Grund hierfür war eine Vorschrift des Staatsrates vom Juni 2001, in der bestimmt wurde, dass Gesellschaften, die neue Aktien öffentlich ausgeben, bei der Emission grundsätzlich staatseigene Aktien in einem Volumen von 10% des Emissionsvolumens an das Publikum verkaufen müssen.⁵³ Ziel dieser Vorschrift war es, durch den Verkauf staatseigener Aktien Geldmittel für den „Fonds zur sozialen Sicherung“ (Social Security Fund) zu sammeln. Als man aber feststellte, dass wegen dieser Maßnahme das Handelsvolumen an den Börsen zurückging, wodurch die Einnahmen aus Handelsprovisionen der größtenteils staatlichen chinesischen Wertpapiergesellschaften einbrachen, und sich auch den Wert der staatseigenen Aktien börsenzugelassener Gesellschaften erheblich verminderte, stellte man das Experiment im Oktober 2001 vorläufig⁵⁴ und im Juni 2002 endgültig ein.⁵⁵

⁴³2. Abschnitt der Mitteilung. Die aktuelle Fassung des „Katalogs zur Anleitung ausländischer Industrieinvestitionen“ („Waishang touzi chanye zhidao mulu“) wurde am 4.3.2002 vom Staatsrat erlassen und gilt seit dem 1.4.2002, zu finden z.B. unter http://wzs.moftec.gov.cn/article/200208/20020800035372_1.xml, eingesehen am 3.2.2003.

⁴⁴Siehe zu diesem Begriff die Legaldefinition in § 5 Ansichten 1997 (Fn. 28). Nach dieser Vorschrift wird im Hinblick auf staatseigene Aktien eine absolut beherrschende Stellung und eine relativ beherrschende Stellung in Gesellschaften unterschieden. Eine absolut beherrschende Stellung des Staates (*guojia juehui konggu*) liegt vor, wenn die staatseigenen Aktien mehr als 50% des Stammkapitals der Gesellschaft ausmachen. Hingegen reicht es für eine relativ beherrschende Stellung des Staates (*guojia xiangdui konggu*) aus, wenn der Prozentsatz staatseigener Aktien mehr als 30% des Stammkapitals beträgt und der Inhaber staatseigener Aktien größter Aktionär der betreffenden Gesellschaft ist.

⁴⁵3. Abschnitt der Mitteilung.

⁴⁶4. Abschnitt der Mitteilung.

⁴⁷4. Abschnitt, 1. Absatz, Satz 2 der Mitteilung; siehe zu diesen Bestimmungen Mario Feuerstein, a.a.O. (Fn. 13).

⁴⁸7. Abschnitt, Satz 1 der Mitteilung.

⁴⁹7. Abschnitt, Satz 2 der Mitteilung.

⁵⁰Vgl. dazu Mario Feuerstein, a.a.O. (Fn. 13).

⁵¹Vgl. Knut Benjamin Pißler, a.a.O. (Fn. 12), S.7.

⁵²Im Juni 2001 betrug der Marktwert aller in Shanghai und Shenzhen zugelassenen Aktien RMB 5.363,1 Mrd. Yuan, während dieser Wert im Oktober des Jahres bei nur RMB 4.374,2 Mrd. Yuan lag, CSRC-Amtsblatt 2002, Nr.1, S.65.

⁵³„Vorläufige Verwaltungsmethode zur Verringerung der Staatsanteile und zur Finanzierung des Fonds zur sozialen Sicherung“ („Jianchi guoyou gu chouji shehui baozhang zijin guanli zanzheng banfa“) v. 6.6.2001; abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 2001, S.21ff.; deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 12.6.01/1.

⁵⁴ZGZQB, 23.10.2001, S.1: Die CSRC macht die Entscheidung des Staatsrates bekannt, die Verminderung staatseigener Aktien bis zum Erlass von Ausführungsbestimmungen einzustellen. Vgl. auch „China ban lifts markets“, in: SCMP, 24.10.2001, und „Halt on state asset sales threatens pension scheme“, in: SCMP, 25.10.2001.

⁵⁵ZGZQB, 24.6.2002, S.1: Die CSRC und das Finanzministerium machen die Entscheidung des Staatsrates bekannt, keine Ausführungsbestimmungen zur Verminderung der staatseigenen Aktien zu erlassen. Vgl. auch: „Beijing calls halt to sale of huge stakes

Um einen erneuten Kurseinbruch zu verhindern, hat man in der Mitteilung vom November 2002 bestimmt, dass staatseigene Aktien auch nach ihrem Verkauf grundsätzlich „nicht zirkulierende Aktien“ bleiben und damit nicht über die Börsen handelbar sind. Durch diese Maßnahme soll das Angebot handelbarer Aktien weiterhin gering und der Kurs auf diese Weise stabil gehalten werden. Zugleich lässt die Mitteilung die Frage nach dem Preis für den Erwerb der staatseigenen Aktien weitestgehend offen. Sie bestimmt nur, dass die Übertragung „grundsätzlich“ in Form einer öffentlichen Auktion (*gongkai jingjia fangshi*) stattfindet.⁵⁶ Prinzipiell dürfte noch der Mindestkaufpreis in Höhe des Nettovermögenswertes der Aktien gelten, wie dies in den Vorschriften aus dem Jahr 1997 festgelegt worden war. Dies könnte einen erheblichen Preisabschlag für den Erwerb staatseigener Aktien im Vergleich zu den über die Börsen handelbaren Aktien bedeuten.

Im Januar 2003 zahlte beispielsweise die Citibank für juristische Personenaktien der Shanghai Pudong Development Bank nur RMB 3,32 Yuan pro Aktie, während die über die Börse in Shanghai handelbaren A-Aktien der Bank zu diesem Zeitpunkt mit über RMB 9 Yuan notiert wurden.⁵⁷ Dieser Preisnachlass wurde allerdings von chinesischen Fondsmanagern und Anlegern scharf kritisiert, und auch auf dem Kapitalmarkt wirkte sich der Preisabschlag negativ aus.⁵⁸ Als kurz nach dem Verkauf der juristischen Personenaktien eine Ausgabe neuer Aktien der Shanghai Pudong Development Bank an das Publikum zu einem Kurs von RMB 8,45 Yuan stattfand, war die Emission unterzeichnet. Chinesische Anleger fragten sich zu Recht, warum sie im Vergleich zur Citibank mehr als das Doppelte für die Aktien der Gesellschaft zahlen sollten. Die Emissionsbank, China Everbright Securities, blieb konsequenterweise auf 15% der 300 Mio. neu emittierten A-Aktien sitzen.⁵⁹

Wenn aber zukünftig kein wesentlicher Preisabschlag mehr auf staatseigene Aktien gewährt werden könnte, da dies die Marktkräfte auf die eine oder andere Weise nicht akzeptieren, dürfte der Erwerb dieser Aktien für ausländische Investoren kaum interessant sein.⁶⁰ Denn auf der anderen Seite stehen erhebliche Risiken, die mit einem solchen Transfer verbunden sind: Zum einen darf eine weitere Übertragung der gekauften staatseigenen Aktien nach der Mitteilung vom November 2002 erst zwölf Monate nach vollständiger Zahlung des Kaufpreises erfolgen.⁶¹ Ein Börsenhandel mit diesen Aktien ist aber auch nach Ablauf dieser Haltefrist nicht vorgesehen. Vor einem Handel über die Börsen müssen die von den ausländischen Investoren gehaltenen „nicht zirkulierenden Aktien“ daher in B-Ak-

tien umgewandelt werden. Dies ist jedoch an bestimmte Voraussetzungen und an das Durchlaufen eines entsprechenden Genehmigungsverfahrens geknüpft.⁶²

Außerdem können Gelder, die ausländische Inhaber der Staatsaktien und juristischen Personenaktien zum Beispiel dadurch erzielen, dass die börsenzugelassene Gesellschaft Gewinne verteilt, erst nach einer Genehmigung durch die Devisenverwaltungsabteilung aus dem Gebiet der VR China ausgeführt werden.⁶³

Schließlich führt die Übertragung der Aktien an Ausländer nicht dazu, dass börsenzugelassene Gesellschaften wie Unternehmen mit ausländischem Kapital behandelt werden.⁶⁴ Entsprechende steuerliche Vergünstigungen können daher nicht in Anspruch genommen werden.

Ob die genannten Nachteile ausländische Investoren davon abhalten werden, staatseigene Aktien in börsenzugelassenen Gesellschaften zu erwerben, bleibt vor allem auch im Hinblick auf die weitere Entwicklung des gesamten chinesischen Aktienmarktes abzuwarten.

4 Öffnung des Kapitalmarktes für qualifizierte ausländische institutionelle Anleger

Während sich die oben dargestellten Investitionsmöglichkeiten ausländischer Anleger auf „nicht zirkulierende Aktien“ beschränken, wird im Folgenden auf eine Neuerung eingegangen, die so genannten „qualifizierten ausländischen institutionellen Anlegern“ (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) erstmals erlaubt, A-Aktien und andere Finanzinstrumente zu erwerben, die über die Börsen gehandelt werden.

4.1 Hintergrund

Über die Öffnung eines weiteren Segmentes des chinesischen Kapitalmarktes für bestimmte ausländische Anleger wurde in der VR China bereits seit längerer Zeit nachgedacht. Insbesondere Liang Dingbang (Anthony Neoh), Chefberater der CSRC, und Shi Meilun (Laura Cha), Vizevorsitzende der CSRC, waren seit Mitte 2001 in den chinesischen Finanzmedien immer wieder dahingehend zitiert worden, dass man am Entwurf entsprechender Vorschriften arbeiten würde.⁶⁵ Anhand der Berichte in chinesischen Zeitungen war außerdem festzustellen, dass bei den Entwurfsarbeiten ausgiebig Erfahrungen studiert wurden, die asiatische Nachbarn bei der Öffnung ihrer Kapitalmärkte für ausländische Anleger gemacht hatten.⁶⁶ Seit Mitte des Jahres 2002 umwarb außerdem Zhou Xiao-

in listed firms“, in: SCMP, 24.6.2002. Siehe auch zu den politischen Hintergründen für diese Entscheidung in Barry Naughton, „Selling Down the State Share“, in: *China Leadership Monitor*, No.1, Part 2 (März 2002) S.1ff., als pdf-download unter <http://www.chinaleadershipmonitor.org/20011b/CLM20011BN.pdf>.

⁵⁶3. Abschnitt, 2. Absatz der Mitteilung.

⁵⁷Vgl. „Citibank buys in as Shanghai shares slump“, in: SCMP, 3.1.2003; „Bank offer fails to secure full support“, in: SCMP, 8.1.2003.

⁵⁸SCMP, 8.1.2003.

⁵⁹SCMP, 8.1.2003.

⁶⁰Vgl. „China eases way for foreign investors“, in: FT, 5.11.2002, S.19; „Foreigners may not be willing to match the price of the company's listed shares, which are generally inflated by their scarcity.“

⁶¹7. Abschnitt, Satz 3 der Mitteilung.

⁶²Siehe dazu die oben in Fn. 35 zitierte Literatur.

⁶³8. Abschnitt, 2. Absatz der Mitteilung.

⁶⁴9. Abschnitt der Mitteilung.

⁶⁵Siehe ZGZQB, 27.4.2001, S.1, 14.11.2001, S.12, und 15.4.2002, S.1.

⁶⁶Vgl. z.B. eine Untersuchung der seit Anfang der 90er Jahre bestehenden taiwanischen Regelungen zu QFII in: ZGZQB, 14.6.2002, S.11; siehe auch: Sarah Kirchberger, „Der Aktienmarkt in Taiwan“, in: Sebastian Heilmann, Jörn-Carsten Gottwald (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 4), S.139.

chuan, bis vor kurzem noch Vorsitzender der CSRC,⁶⁷ bei verschiedenen Konferenzen ausländische Anleger, um sie für die Idee der Investition in A-Aktien zu gewinnen.⁶⁸

Am 5. November 2002 erließen die CSRC und die Chinesische Volksbank gemeinsam die „Vorläufige Methode zur Verwaltung von Wertpapierinvestitionen innerhalb des Gebietes durch QFII“⁶⁹ (im Folgenden QFII-Methode). Die QFII-Methode wird seit dem 1. Dezember 2002 angewendet.

4.2 Qualifikationsvoraussetzungen

Als QFII kommen Fondsverwaltungsinstitute (*jijin guanli jigou*), Versicherungsgesellschaften (*baoxian gongsi*), Wertpapiergesellschaften (*zhengquan gongsi*) und andere Vermögensverwaltungsinstitute (*qita zichan guanli jigou*) außerhalb des Gebietes der VR China⁷⁰ in Betracht.⁷¹ Sie müssen bestimmten Voraussetzungen entsprechen und die Genehmigung der CSRC erhalten haben, in den chinesischen Wertpapiermarkt zu investieren. Außerdem müssen sie die Genehmigung einer Investitionsquote (*touzi edu*) beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt beantragen.

§ 6 QFII-Methode legt die allgemeinen Voraussetzungen fest, die ausländische Anleger als QFII erfüllen müssen. Gefordert wird unter anderem, dass die Unternehmen und die bei ihnen Tätigen den einschlägigen Vorschriften in ihrem Heimatland entsprechen und dass gegen die Unternehmen in den drei vorangegangenen Jahren keine erheblichen Sanktionen verhängt wurden. Außerdem muss zwischen der CSRC und dem Wertpapieraufsichtsorgan des jeweiligen Landes ein Memorandum zur Kooperation bei der Beaufsichtigung bestehen. Ein entsprechendes Abkommen wurde zwischen der CSRC und dem damals in Deutschland zuständigen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel bereits im Oktober 1998 geschlossen.⁷²

Wie bei der Gründung anderer ausländischer Finanzinstitute in der VR China üblich, müssen auch QFII eine hohe finanzielle Kapazität vorweisen können. Die CSRC kann die diesbezüglichen Voraussetzungen jedoch „der Entwicklung des Wertpapiermarktes entsprechend“ anpassen.⁷³ Man hat sich also eine Hintertür offen gehalten, um die Qualifikationskriterien in Übereinstimmung mit einer ersten positiven oder negativen Resonanz bei den

ausländischen Finanzinstituten notfalls kurzfristig ändern zu können.

Konkret verlangt § 7 QFII-Methode, dass Finanzinstitute im vorangegangenen Buchhaltungsjahr Wertpapiere im Wert von nicht weniger als US\$ 10 Mrd. verwaltet haben.⁷⁴ Fondsverwaltungsinstitute können sich außerdem nur dann als QFII qualifizieren, wenn sie bereits seit mindestens fünf Jahren Fondsgeschäfte tätigen.⁷⁵ Versicherungsgesellschaften und Wertpapiergesellschaften müssen bereits seit dreißig Jahren im Versicherungsgeschäft bzw. Wertpapiergeschäft tätig sein und ein Eigenkapital von US\$ 1 Mrd. aufweisen.⁷⁶ Bemerkenswert ist, dass von Geschäftsbanken keine Mindestdauer ihrer Geschäftstätigkeit verlangt wird, um eine Genehmigung als QFII zu erhalten. Vorausgesetzt wird nur, dass sie gemessen an ihrem Gesamtvermögen im letzten Buchhaltungsjahr weltweit zu den größten einhundert Banken gehören.⁷⁷ Praktiker weisen indes darauf hin, dass es keinen Index gebe, mit dem Banken anhand ihrer Vermögenswerte beweisen könnten, zu den größten einhundert Banken zu gehören.⁷⁸ Unklar sei überdies, welche Vermögenswerte in das Bankvermögen eingerechnet werden dürfen und welche nicht.⁷⁹

Allgemein machen diese Kriterien deutlich, dass man sich im Hinblick auf Finanzdienstleistungen in der VR China für einen Ansatz entschieden hat, der nicht im Einzelfall auf die Leistungsfähigkeit abstellt, sondern schlicht die Größe und eine langjährige Tätigkeit zur Bedingung für einen Markteintritt macht. Für kleinere Finanzinstitute, die nicht auf eine lange Firmengeschichte zurückblicken können, wird die Tür zu diesem Segment des chinesischen Kapitalmarktes damit weitestgehend verschlossen bleiben.

Aber auch Finanzinstitute, die alle in den §§ 6, 7 QFII-Methode explizit festgelegten Kriterien erfüllen, können nicht sicher sein, dass sie die Genehmigung als QFII erhalten werden. Wie allgemein in chinesischen Rechtsnormen üblich, sieht die QFII-Methode eine Auffangklausel vor, die es der CSRC erlaubt, weitere Voraussetzungen zu bestimmen. Hierbei ist das Ermessen der CSRC an das „Prinzip der umsichtigen Aufsicht“ (*shenshen jian-guan yuanze*) gebunden.⁸⁰

Im Rahmen des Genehmigungsverfahrens bevorzugt werden nach § 11 QFII-Methode Institute, die geschlossene Chinafonds verwalten, sowie Institute, die Pensionsfonds, Versicherungsfonds und Gemeinschaftsfonds⁸¹ ver-

⁶⁷Zhou Xiaochuan wurde Ende Dezember 2002 durch Shang Fulin als Vorsitzender der CSRC abgelöst, siehe „Shang confirmed as head of China's securities watchdog“, in: SCMP, 31.12.2002.

⁶⁸Siehe „CSRC seeks to boost bearish stock market“, in: SCMP, 8.6.2002, und „Foreign fund managers facing A-share lock-up“, in: SCMP, 31.10.2002.

⁶⁹Chinesisch-englische Fassung der QFII-Methode als Dokument im hinteren Teil dieses Heftes; siehe auch CLP, Vol.16 (2002), Nr.10, S.21ff.

⁷⁰„Gebiet der VR China“ meint auch hier das Gebiet der VR China mit Ausnahme von Hongkong, Macau und Taiwan, vgl. § 38 QFII-Methode und oben Fn. 5.

⁷¹Es bleibt unklar, um welche Unternehmen es sich bei den angeführten anderen Vermögensverwaltungsinstituten handelt und welche Voraussetzungen für sie gelten, um sich als QFII zu qualifizieren. Das Antragsformular für QFII, das auf der Internetseite der CSRC unter <http://www.csrc.gov.cn/CSRCsite/search/searchnews83.htm> zu finden ist, enthält ebenfalls eine Rubrik „andere Institute“. Doch auch dort ergeben sich aber keine Hinweise, um welche ausländischen Unternehmen es sich hierbei handelt.

⁷²CSRC-Amtsblatt 1998, Nr.10, S.33.

⁷³§ 7 Abs. 6 QFII-Methode.

⁷⁴§ 7 QFII-Methode.

⁷⁵§ 7 Abs. 2 QFII-Methode.

⁷⁶§ 7 Abs. 3 und Abs. 4 QFII-Methode.

⁷⁷§ 7 Abs. 5 QFII-Methode.

⁷⁸Andrew McGinty, Andrew Godwin, „The Missing Piece of the Puzzle: New QFII Rules Open A Share Market“, in: CLP, Vol.16 (2002), Nr.10, S.16.

⁷⁹Ebenda, S.16.

⁸⁰Gemeint sein dürfte damit ein Prinzip, welches sich nach dem WTO-Beitritt der VR China immer häufiger in Rechtsnormen mit Auslandsberührung findet, und das bestimmt, dass im Rahmen des Ermessens weder der wirtschaftliche Bedarf beurteilt noch eine mengenmäßige Beschränkung der Geschäftslizenzen vorgenommen werden darf. Vgl. z.B. § 20 Nr.3 „Verordnung der VR China zur Verwaltung von Finanzinstituten mit ausländischem Kapital“ („Zhonghua Renmin Gongheguo waishang jinrong jigou guanli tiaoli“), in: CSRC-Vorschriftensammlung 2001, S.43ff., und dazu NDCJ, 2002/1, S.26ff.

⁸¹Dies in § 11 QFII-Methode angeführten Begriffe der Fonds sind im chinesischen Originaltext unklar. Der Begriff „Gemeinschafts-

walten und eine gute Performance auf anderen Märkten vorweisen können. Die Begünstigung dieser Anleger soll helfen, vor allem mittel- und langfristige Investitionen anzuziehen. Die Formulierung der Vorschrift lässt offen, wie man sich die Vorzugsbehandlung konkret vorzustellen hat.

Nachdem ausländische Investoren die Genehmigung der CSRC erhalten haben,⁸² müssen sie beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt eine Investitionsquote beantragen.⁸³ Die Quote bestimmt darüber, bis zu welchem maximalen Investitionslimit der einzelne ausländische Investor Finanzinstrumente erwerben darf. Die QFII-Methode gibt dem Staatlichen Devisenverwaltungsamt keinen Rahmen für die Festlegung der Investitionsquote vor. Den Rahmen legte das Staatliche Devisenverwaltungsamt am 28. November 2002 durch Erlass der „Vorläufigen Bestimmungen zur Verwaltung von Devisen bei Wertpapierinvestitionen innerhalb des Gebietes durch QFII“⁸⁴ (im Folgenden QFII-Devisenbestimmung) fest. Demnach muss eine Investitionsquote in Höhe von mindestens US\$ 50 Mio. und maximal US\$ 800 Mio. beantragt werden.⁸⁵ Das Devisenverwaltungsamt CSRC kann die Unter- und Obergrenze jedoch wiederum „der Entwicklung des Wertpapiermarktes entsprechend“ anpassen.

Praktiker gehen davon aus, dass die Obergrenze, wie sie in der QFII-Devisenbestimmung festgelegt ist, auch finanzstarke Institute nicht wesentlich in ihrer Investitionsstrategie beeinträchtigen dürfte.⁸⁶ Auch im internationalen Vergleich zeigt sich, dass ein oberes Investitionslimit in dieser Größenordnung nicht unüblich ist.⁸⁷ Probleme werden aber voraussichtlich kleinere Finanzinstitute haben, mit der Untergrenze der Investitionsquote zu leben.⁸⁸ Bemerkenswert ist schließlich, dass man darauf verzichtet hat, eine Beschränkung für das Gesamtvolumen der Investitionen aller QFII festzulegen. Insofern nimmt man in der VR China eine liberalere Haltung ein als in Taiwan, wo

fonds“ (*gongtong jijin*) wird in China zwar für US-amerikanische „mutual funds“ verwendet. „Mutual funds“ im Sinne von Fonds mit unbeschränkter Emission von Anteilen, werden in China jedoch gewöhnlich als „offene Fonds“ (*kaifangshi jijin*) bezeichnet. Siehe z.B. den Bericht über die Auflage des ersten offenen Fonds der VR China, Hua'an Chuangxin-Fonds, durch die Hua'an Fondsverwaltungsgesellschaft in ZGZQB, 16.8.2001, S.1. Siehe auch § 6 „Vorläufige Methode zur Verwaltung von Wertpapierinvestmentfonds“ („Zhengquan touzi jijin guanli zaxing banfa“) v. 14.11.1997, chinesisch-deutsch in: NDCJ, 3/2000, S.147ff., und dazu Immanuel Gebhard, Florian Möslin, „China auf dem Weg zu einem Investmentfondsgesetz“, in: NDCJ, 3/2000, S.127ff. (130f.). Gemeint sein könnten mit dem Begriff der „Gemeinschaftsfonds“ körperschaftlich konzipierte Fonds, wie sie vor allem in den USA gebräuchlich sind.

⁸²Siehe zum Genehmigungsverfahren und zu den einzureichenden Dokumenten die §§ 8 bis 10 QFII-Methode und Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.18.

⁸³§ 10 QFII-Methode.

⁸⁴„Hege jingwai jigou touzizhe jingnei zhengquan touzi waihui guanli zaxing guiding“, zu finden unter www.safe.gov.cn/law/law351.htm, eingesehen am 6.2.2003.

⁸⁵§ 8 QFII-Devisenbestimmung.

⁸⁶Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.18.

⁸⁷In Taiwan wurde das maximale Investitionslimit pro QFII von US\$ 50 Mio. im Jahr 1991, US\$ 100 Mio. im Jahr 1993, US\$ 200 Mio. in 1994 und US\$ 400 Mio. Ende 1995 allmählich erhöht. Von Dezember 1996 bis November 1999 galt schließlich ein maximales Investitionslimit je QFII von US\$ 600 Mio., welches dann auf derzeit US\$ 1,2 Mrd. angehoben wurde, vgl. ZGZQB, 14.6.2002, S.11 und Sarah Kirchberger, a.a.O. (Fn. 66), S.139.

⁸⁸In Taiwan galt seit 1991 eine im Vergleich dazu zumutbare Untergrenze in Höhe von nur US\$ 5 Mio., die jedoch im März 1996 ersatzlos gestrichen wurde, ZGZQB, 14.6.2002, S.11.

seit Öffnung des Kapitalmarktes für QFII im Jahr 1991 bis Februar 1995 eine solche Grenze bestand.⁸⁹

4.3 Investitionsobjekte

§ 18 QFII-Methode bestimmt die Finanzinstrumente, in die qualifizierte ausländische institutionelle Investoren investieren dürfen. Hierzu gehören börsennotierte Aktien (*gupiao*), Staatsanleihen (*guozhai*), Wandelanleihen (*ke zhuanhuan zhaiquan*) und Unternehmensanleihen (*qiye zhaiquan*). Die CSRC kann diese Liste um weitere Finanzinstrumente ergänzen.

Obwohl die Vorschriften zu den Investitionsobjekten zunächst eindeutig erscheinen, ließen sie eine Frage offen, die sich vor folgendem Hintergrund stellte: Anders als beim Aktienhandel sind beim Handel mit Staatsanleihen und anderen Anleihen nämlich besondere Handelstechniken erlaubt. Erstens dürfen Anleihen nach den „Handelsregeln der Wertpapierbörsen in Shenzhen und Shanghai“⁹⁰ T+0 gehandelt werden. Dies bedeutet, dass Käufer von Anleihen diese noch am Tag des Kaufes verkaufen dürfen.⁹¹ Im Handel mit A- und auch mit B-Aktien ist diese Handelstechnik verboten.⁹² Staatsanleihen sind an den Börsen zudem Gegenstand von Pensionsgeschäften (so genannter *repurchase market*).⁹³ Pensionsgeschäfte erlauben es Investoren, kurzfristig Geldmittel durch den Verkauf von Wertpapieren wie zum Beispiel Staatsanleihen zu erhalten, wobei der Verkäufer mit dem Käufer vereinbart, dass er diesem die Wertpapiere nur für einen begrenzten Zeitraum unter Übernahme einer Rückkaufverpflichtung veräußert. War den QFII nach der Regelung des § 18 QFII-Methode nun auch Zugang zu diesen Geschäften gewährt worden?

Überraschenderweise findet sich die Antwort auf diese Frage in den „Ausführungsbestimmungen zum Wertpapierhandel durch QFII“⁹⁴ (im Folgenden QFII-Ausführungsbestimmungen), welche die Börsen in Shanghai und Shenzhen am 1. Dezember 2002 erlassen haben.⁹⁵ In § 14 QFII-Ausführungsbestimmungen heißt es, dass QFII „aus technischen Gründen vorläufig nicht an Pensionsgeschäften mit Staatsanleihen und am Handel mit Unternehmensanleihen teilnehmen können“.

Eine Erklärung, welche „technischen Gründe“ diese Maßnahme aus der Sicht der chinesischen Wertpapieraufsicht erforderlich gemacht hat, wurde nicht abgegeben. Auch ist keine Frist für die „vorläufige“ Maßnahme bekannt geworden, innerhalb derer die „technischen Gründe“ behoben werden sollen. Teilnehmer eines englischsprach-

⁸⁹In Taiwan hatte man das Gesamtvolumen der Investitionen aller QFII zunächst auf US\$ 250 Mio. beschränkt und die Grenze erst allmählich auf US\$ 750 Mio. angehoben, um diese Beschränkung schließlich im Februar 1995 zu streichen, ZGZQB, 14.6.2002, S.11.

⁹⁰„Shenzhen, Shanghai zhengquan jiaoyisuo jiaoyi guize“, chinesisch-deutsch in: NDCJ, 1/2002, S.38ff. (1.Teil) und 2/2002, S.94ff. (2.Teil).

⁹¹Vgl. §§ 102, 103 Handelsregeln der Börsen.

⁹²Dazu: Knut Benjamin Pißler, „Chinesisches Kapitalmarktrecht“, in: NDCJ, 3/2001, S.106f. und NDCJ, 3/2001, S.142.

⁹³Vgl. §§ 104 bis 109 Handelsregeln der Börsen.

⁹⁴„Hege jingwai jigou touzizhe zhengquan jiaoyi shishi zize“, zu finden unter <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/flgz/rules/sse rules/sserule20021201.pdf> (Shanghai), und <http://www.p5w.net/p5w/home/today/chinese/200212020057.html> (Shenzhen).

⁹⁵Vgl. auch „Late restriction on bonds hits QFII experiment“, in: SCMP, 3.12.2002.

chigen Diskussionsforums zum chinesischen Recht im Internet⁹⁶ vertraten kurz nach Bekanntwerden der QFII-Ausführungsbestimmungen die Meinung, dass diese Begründung nur vorgeschoben sei. Richtig sei vielmehr, dass die Regierung in Beijing anderenfalls zu befürchten gehabt hätte, dass ausländische Investoren Pensionsgeschäfte nutzen, um in die Geldmarktpolitik der Chinesischen Volksbank (der Zentralbank der VR China) einzugreifen.⁹⁷

Befürchtungen, ausländische Investoren würden einen zu starken Einfluss in politisch sensible Bereiche nehmen, könnten ebenso zu dem Entschluss geführt haben, die QFII auch vom Handel mit Unternehmensanleihen auszuschließen. Ein Zahlungsverzug oder die Sanierung von Unternehmen, die Anleihen ausgegeben haben, würde nämlich ausländische Investoren nicht mehr nur als Aktionäre, sondern auch als Gläubiger dieser Unternehmen betreffen. Die im Vergleich zu Aktionären bessere Stellung von Gläubigern in einem Insolvenzverfahren könnte aber dazu führen, dass ausländische Investoren auf die chinesische Gesetzgebung und Rechtsprechung Druck ausüben, Unternehmen bei Zahlungsunfähigkeit verstärkt für insolvent zu erklären.

Diese politisch nicht ungefährlichen Nebenwirkungen könnte die chinesische Wertpapieraufsicht zunächst nicht ausreichend bedacht haben. Es scheint, dass die nachträgliche Korrektur dann in einer wohl beispiellosen Nacht- und Nebelaktion folgte, indem die QFII-Ausführungsbestimmungen der Börsen den Kreis der Investitionsobjekte in § 18 QFII-Methode wieder einschränkte.

4.4 Investitionsportefeuille

Im Hinblick auf das Investitionsportefeuille legt § 19 QFII-Methode zwei Bedingungen fest: Erstens darf der Prozentsatz der Aktien, den ein qualifizierter ausländischer institutioneller Investor an einer börsenzugelassenen Gesellschaft hält, 10% des Stammkapitals dieser Gesellschaft nicht übersteigen. Zweitens dürfen alle qualifizierten ausländischen institutionellen Investoren zusammengerechnet insgesamt nicht mehr als 20% des Stammkapitals einer börsenzugelassenen Gesellschaft halten. Auch diese Vorgaben kann die CSRC „der Entwicklung des Wertpapiermarktes entsprechend“ anpassen.

Das Verfahren, mit dem diese Regeln zum Investitionsportefeuille durchgesetzt werden sollen, ist in den QFII-Ausführungsbestimmungen der Börsen festgelegt.⁹⁸ Demnach müssen qualifizierte ausländische institutionelle Investoren A-Aktien, welche die 10%- oder die 20%-Grenze übersteigen, innerhalb von fünf Handelstagen nach Empfang einer entsprechenden „Mitteilung zur Verminderung des Aktienbesitzes“ (*jian chi tongzhi*) verkaufen. Dabei gilt für QFII, die zusammengerechnet 20% des Stammkapitals einer Gesellschaft halten, das so genannte „last

in first out“-Prinzip (*hou mai xian mai de yuanze*). QFII, die zuletzt Aktien der betreffenden Gesellschaft gekauft haben, müssen demnach zuerst ihren Aktienbestand verkaufen, bis die 20%-Grenze unterschritten wird. Falls aber andere QFII freiwillig A-Aktien der Gesellschaft verkaufen und auf diese Weise der Aktienbesitz aller QFII auf unter 20% gedrückt wird, kann ein Antrag gestellt werden, um weiterhin Inhaber der Aktien dieser Gesellschaft bleiben zu können. Um die QFII frühzeitig davon zu unterrichten, dass die kritische 20%-Grenze erreicht wird, müssen die Börsen auf ihren Internetseiten am Ende des Handelstages eine Bekanntmachung veröffentlichen, wenn alle QFII zusammengerechnet 16% des Stammkapitals einer börsenzugelassenen Gesellschaft halten. Ebenso ist jede weitere Erhöhung des Anteils um 2% bekannt zu machen.

Außerdem legt § 21 QFII-Methode fest, dass die Investitionen der qualifizierten ausländischen institutionellen Investoren dem „Katalog zur Anleitung ausländischer Industrieinvestitionen“⁹⁹ entsprechen müssen. Einige Industriebranchen bleiben somit auch für Investitionen durch QFII geschlossen. Praktiker weisen aber darauf hin, dass die Regelung eine Frage offen lässt: So bleibe unklar, ob und zu welchem Teil Aktien in den Händen der QFII in den Prozentsatz ausländischer Investitionen an Gesellschaften in Industriebranchen einzurechnen sind, in denen eine bestimmte prozentuale Obergrenze ausländischer Investitionen besteht.¹⁰⁰

4.5 Restriktionen beim Kapitaltransfer

Alle Geldmittel, die qualifizierte ausländische institutionelle Investoren für ihre Investitionen verwenden, müssen drei Monate nach Genehmigung durch die CSRC auf ein spezielles Renminbi-Konto (*Renminbi teshu zhanghu*) bei designierten Banken eingezahlt werden.¹⁰¹ Werden nicht Geldmittel in Höhe der vollen Investitionsquote eingezahlt, gilt die Summe der tatsächlich eingezahlten Geldmittel als Investitionsquote; vor Genehmigung einer neuen Investitionsquote können dann keine weiteren Gelder mehr auf das Konto eingezahlt werden.¹⁰²

Wie sich Banken als treuhänderische Verwahrer (*tuoguan ren*)¹⁰³ der Geldmittel der QFII qualifizieren können, ist in den §§ 12ff. QFII-Methode geregelt.¹⁰⁴ In Betracht kommen auch Banken mit ausländischer Kapitalbeteiligung mit Sitz innerhalb des Gebietes der VR China.¹⁰⁵

QFII können Geldmittel, die sie auf das spezielle Renminbi-Konto eingezahlt haben, frühestens ein Jahr nach

⁹⁶The Chinese Law Net, Anmeldung unter: <http://www.law.washington.edu/clnet>.

⁹⁷Pensionsgeschäfte mit Wertpapieren sind ein Instrument der Zentralbanken verschiedener Staaten zur Geldmengensteuerung. Vgl. zu Wertpapierpensionsgeschäften des Federal Reserve System in den USA und der Deutschen Bundesbank z.B. Harald Gesell, *Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht*, Köln 1995, S.140f., 150ff.

⁹⁸§§ 7ff. QFII-Ausführungsbestimmungen.

⁹⁹Siehe oben Fn. 43.

¹⁰⁰Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.15f.

¹⁰¹§ 23ff. QFII-Methode.

¹⁰²§ 25 Abs. 2 QFII-Methode.

¹⁰³Der chinesische Begriff „tuoguan ren“ ist rechtlich nicht definiert. Er ist nicht zu verwechseln mit dem Treuhänder (*shoutuo ren*) nach dem „Treuhandgesetz der VR China“ („Zhonghua Renmin Gongheguo xintuo fa“) v. 28.4.2001, chinesisch-deutsch in: NDCJ, 2/2001, S.71ff., noch mit dem „Verwahrer“ (*baoguan ren*) nach dem „Vertragsgesetz der VR China“ („Zhonghua Renmin Gongheguo he tong fa“) v. 15.3.1999, deutsch in: Frank Münzel, a.a.O. (Fn. 3), 15.3.1999/1.

¹⁰⁴Vgl. dazu Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.17f.

¹⁰⁵§ 12 Abs. 2 QFII-Methode.

Einzahlung wieder ausführen.¹⁰⁶ Bei QFII in Form von geschlossenen Fonds beträgt die Frist sogar drei Jahre.¹⁰⁷ Die Ausfuhr der Geldmittel muss außerdem durch das Staatliche Devisenverwaltungsamt genehmigt werden.

Aber auch nach Ablauf dieser Fristen sind die Geldmittel nicht unbegrenzt ausführbar. Bei einem Transfer dürfen nicht mehr als 20% der Gesamtsumme ausgeführt werden und zwischen den Transfers muss ein Intervall von mindestens einem Monat (bei geschlossenen Fonds) bzw. drei Monaten (bei anderen QFII) liegen.

Einen Notausstieg, über den sich QFII aus ihrem Engagement in China zurückziehen können, bietet § 27 QFII-Methode: Drei Monate nach Einzahlung der Geldmittel auf das spezielle Renminbi-Konto kann bei der CSRC und dem Staatlichen Devisenverwaltungsamt ein Antrag auf Übertragung (*zhuanrang*) der Geldmittel auf einen anderen QFII eingereicht werden. Diese Option besteht jedoch längstens bis ein Jahr nach Einzahlung der Geldmittel.

Gewinne, die QFII nach Abzug der Steuern im vorangegangenen Buchhaltungsjahr realisiert haben, unterliegen nicht den genannten Beschränkungen. Sie können ausgeführt werden, nachdem beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt ein entsprechender Antrag eingereicht wurde.¹⁰⁸

4.6 Handel mit Wertpapieren

Qualifizierte ausländische institutionelle Investoren können Wertpapierhandel nicht selbst über die Börsen tätigen. Vielmehr muss der Kauf und Verkauf von Wertpapieren über eine Wertpapiergesellschaft mit Sitz in der VR China abgewickelt werden.¹⁰⁹ Weder in der QFII-Methode noch in den ergänzenden Vorschriften, welche die Börsen und das Staatliche Devisenverwaltungsamt erlassen haben, finden sich Bestimmungen über die Qualifikation von Wertpapiergesellschaften, die den Handel für die QFII tätigen dürfen. Ebenso wenig ist die rechtliche Beziehung zwischen QFII und Wertpapiergesellschaften Gegenstand besonderer Vorschriften. Einschlägig sind insofern die allgemeinen Regelungen im „Wertpapiergesetz der VR China“¹¹⁰ und in der „Methode für die Verwaltung der Wertpapiergesellschaften“.¹¹¹

Außerdem werden einige Fragen zur praktischen Abwicklung des Wertpapierhandels der QFII in Vorschriften beantwortet, welche die Chinesische Wertpapierregistrierungs- und -clearinggesellschaft mbH (*Zhongguo zhengquan dengji jiesuan youxian zeren gongsi*) mit Genehmigung der CSRC erlassen hat. Beispielsweise wird die Einrichtung und Verwaltung von Wertpapierkonten in der VR China in den „Regeln zur Verwaltung von Wertpapierkonten“ (im Folgenden WpKontenregeln) festgelegt,

die am 24. April 2002 bekannt gemacht wurden.¹¹² Speziell zur Errichtung von Wertpapierkonten durch QFII hat die Chinesische Wertpapierregistrierungs- und -clearinggesellschaft mbH außerdem am 1. Dezember 2002 „Ausführungsbestimmungen zu Geschäften der Registrierung und des Clearings bei Wertpapierinvestitionen durch QFII innerhalb des Gebietes“¹¹³ (im Folgenden Clearing-Ausführungsbestimmungen) erlassen.

Demnach müssen QFII zunächst eine Wertpapiergesellschaft für die Abwicklung ihres Wertpapierhandels bestimmen und können dann den treuhänderischen Verwahrer der Geldmittel beauftragen, ein Wertpapierkonto einzurichten.¹¹⁴ Der treuhänderische Verwahrer hat hierzu verschiedene Dokumente wie zum Beispiel eine Auftragsvereinbarung zwischen QFII und einer Wertpapiergesellschaft bei den Tochtergesellschaften der Chinesischen Wertpapierregistrierungs- und -clearinggesellschaft mbH in Shanghai und Shenzhen einzureichen.

4.7 Reaktionen auf die QFII-Methode

Obwohl der Erlass der QFII-Methode allgemein als deutlicher Fortschritt und als Signal für eine weitere Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes begrüßt wurde, zeigten sich ausländische Finanzinstitute und -medien in ihren ersten Reaktionen eher zurückhaltend. Eine Umfrage der Investmentbank UBS Warburg ergab, dass 23 der 26 befragten institutionellen Anleger wenig Interesse äußerten, sich als QFII auf dem chinesischen Kapitalmarkt zu betätigen.¹¹⁵ Das *Wall Street Journal* zitierte einen Brancheninsider mit der Bemerkung, dass man die QFII-Methode schlicht fünf Jahre zu spät erlassen habe.¹¹⁶ Da ausländische Investoren im Vergleich zur Situation vor fünf Jahren heute mehr Möglichkeiten für ein Engagement in der VR China offen stünden, sei kein Massenansturm auf Antragsformulare der CSRC zu erwarten.

Insbesondere die Einschränkungen im Hinblick auf die Ausfuhr von Geldmitteln werden als schwerwiegendes Handikap für das Engagement ausländischer Anleger gesehen. Positive Auswirkungen werden hingegen langfristig für die Erhöhung der Liquidität und der Transparenz des chinesischen Kapitalmarktes erwartet.¹¹⁷ Wegen des schlechten Rufes des A-Aktienmarktes als „Casino“ und angesichts des Dickichts der rechtlichen Beschränkungen sei jedoch zu erwarten, dass in absehbarer Zeit nur wenige ausländische Anleger in diesen Markt investieren würden. Besorgniserregend sei auch das niedrige Niveau der Corporate Governance börsenzugelassener Gesellschaften. Außerdem seien A-Aktien trotz des Kursverfalls um 33% seit Mitte des Jahres 2001 im Vergleich zu den in Hong-

¹⁰⁶ § 26 Abs. 2 QFII-Methode.

¹⁰⁷ § 26 Abs. 1 QFII-Methode.

¹⁰⁸ § 29 QFII-Methode.

¹⁰⁹ Vgl. § 19 QFII-Methode.

¹¹⁰ „Zhonghua Renmin Gongheguo zhengquan fa“ v. 29.12.1998, abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 1998, S.5ff.; deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 29.12.98/1.

¹¹¹ „Zhengquan gongsi guanli banfa“ v. 28.12.2001, abgedruckt in: CSRC-Vorschriftensammlung 2001, S.236; deutsch in: Frank Münzel (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), 28.12.2001/1.

¹¹² „Zhengquan zhanghu guanli guize“, abgedruckt in: ZGZQB, 24.4.2002, S.13. Auch zu finden unter: http://www.fsi.com.cn/policy200/law201/201_0205/201_02051501.htm, eingesehen am 4.2.2003.

¹¹³ „Hege jingwai jigou touzizhe jingnei zhengquan touzi dengji jiesuan yewu shishi xize“, zu finden unter: <http://www.p5w.net/p5w/home/today/chinese/200212020065.html>, eingesehen am 4.2.2003.

¹¹⁴ § 4 Clearing-Ausführungsbestimmungen.

¹¹⁵ „Interest in QFII scheme low“, in: SCMP, 27.11.2002.

¹¹⁶ „With Broader Reforms, China Speeds Financial Liberalization“, in: WSJ, 20.11.2002.

¹¹⁷ „Door opens to foreign investors“, in: SCMP, 8.11.2002.

kong notierten Aktien chinesischer Unternehmen immer noch zu teuer.¹¹⁸

Vor dem Hintergrund, dass die QFII-Methode nur drei Tage vor Beginn des XVI. Parteitags der KP China erlassen worden war, wurde sogar vermutet, dass die Öffnung des A-Aktienmarktes für QFII zeitlich abgestimmt worden sei, um dem erlahmenden Aktienmarkt vor dem wichtigen Parteitag der KPCh Auftrieb zu geben.¹¹⁹ Das Kalkül ging freilich nicht auf: die Kurse der Aktien fielen weiter stark ab und gaben dem bereits siebzehn Monate anhaltenden Kursverfall auf dem chinesischen Aktienmarkt neuen Schwung im Abwärtstrend.¹²⁰

Bei Praktikern stößt indes die Regelung auf Bedenken, dass qualifizierte ausländische institutionelle Investoren Wertpapiere nicht selbst über die Börsen handeln können.¹²¹ Ihrer Meinung nach würde dies ein gewisses Risiko in sich bergen, dass Orders nicht oder nicht rechtzeitig ausgeführt werden. Zugleich bestünde durch das Erfordernis, Geldmittel innerhalb des Investitionslimits bei Banken innerhalb des Gebietes der VR China zu verwahren, die Gefahr eines Verlustes oder Missbrauches der Geldmittel durch den treuhänderischen Verwahrer.¹²² Vor dem Hintergrund der vielen Verwaltungssanktionen, welche die CSRC in der Vergangenheit wegen des Missbrauches von Geldmitteln chinesischer Anleger verhängen musste, ist eine solche Gefahr nicht ohne Weiteres von der Hand zu weisen.¹²³

Das Bedürfnis ausländischer Investmenthäuser, genau zwischen den Vermögenswerten der verschiedenen Personen zu trennen, die an den Investitionen beteiligt sind, hat außerdem dazu geführt, dass sie eine Nachbesserung der Regelungen für QFII fordern.¹²⁴ Ihnen ist nicht wohl bei dem Gedanken, dass sie nach den bestehenden Bestimmungen nur ein spezielles Renminbi-Konto bei der Verwahrungsbank und jeweils ein Wertpapierkonto für den Handel an den Börsen in Shanghai und Shenzhen bei der Chinesischen Wertpapierregistrierungs- und -clearinggesellschaft mbH einrichten dürfen.¹²⁵ Institutionelle Investoren und ausländische Banken versuchen im Gespräch mit der CSRC zu erreichen, dass weitere Konten eröffnet werden können. Ansonsten sei zu befürchten, dass Gläubiger der QFII in Vermögenswerte ihrer Kunden voll-

strecken könnten.¹²⁶

Die Vorbereitungen für die ersten Investitionen von QFII sind noch nicht abgeschlossen. Praktische Erfahrungen bei der Anwendung der neuen Vorschriften fehlen daher bislang. Immerhin wurden Anfang Januar dieses Jahres mit der Bank of China und der Industrial and Commercial Bank of China die Namen der ersten Banken bekannt, welche die erforderliche Genehmigung als treuhänderische Verwahrer der Geldmittel von der CSRC, der Chinesischen Volksbank und dem Staatlichen Devisenverwaltungsamt erhalten haben.¹²⁷ Eine entsprechende Genehmigung beantragt haben Medienberichten zu Folge außerdem die Agricultural Bank of China, die Bank of Communications und die China Merchants Bank sowie die HSBC Holdings, die Citibank und die Standard Chartered Bank.¹²⁸ UBS und die Deutsche Bank sollen hingegen nur „vorbereitende Unterlagen“ eingereicht haben.¹²⁹

Mit der Benennung der ersten treuhänderischen Verwahrer ist der Weg frei für QFII, bei diesen ein spezielles Renminbi-Konto einzurichten und über sie die Eröffnung von Wertpapierkonten zu beantragen. Optimisten gehen davon aus, dass der Handel frühestens im März 2003 beginnen könnte.¹³⁰

Vor allem die Reaktionen ausländischer Investoren auf das Angebot, sich auf diesem bislang geschlossenen Segment des chinesischen Kapitalmarktes zu betätigen, werden über weitere Schritte zur Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes entscheiden. Es wird auch darauf ankommen, ob an den Börsen in Shenzhen und Shanghai notierte Gesellschaften in den Augen chinesischer Anleger dadurch Ansehen und Vertrauen zurückgewinnen können, dass sie eine weltbekannte Investmentbank zu ihren Aktionären zählt.

Für den Fall, dass mit der QFII-Methode positive Erfahrungen gemacht werden, ist eine Lockerung der gegenwärtig noch sehr restriktiven Voraussetzungen zu erwarten. Dann könnten auch weitere Maßnahmen zur Liberalisierung des chinesischen Kapitalmarktes eingeleitet werden, auf die man insbesondere in Hongkong hofft. Denn dort wird bemerkt, dass Geld zwar immer leichter seinen Weg aus Hongkong in die VR China finde, während jedoch in der entgegengesetzten Richtung weiterhin Barrieren bestünden.¹³¹ Hongkong drängt Beijing daher bereits seit langem zur Einführung eines Systems so genannter „qualifizierter inländischer institutioneller Anleger“ (Qualified Domestic Institutional Investors, QDII) oder von „China Depository Receipts“ (CDR).¹³²

CDR würden es ausländischen Gesellschaften – in Anlehnung an die American Depository Receipts (ADR) in den USA – erlauben, ihre Aktien an den Börsen in Shanghai oder Shenzhen zuzulassen und damit den Investitionen chinesischer Anleger zugänglich zu machen. Die Einführung von QDII würde bestimmten chinesischen Anlegern erlauben, in den Kapitalmarkt der Sonderverwal-

¹¹⁸Siehe „Prices will deter foreign interest“, in: FEER, 21.11.2002, und C.a., 2002/11, Ü 30. Als Beispiel für die Überteuierung der A-Aktien wird die China Petroleum & Chemical angeführt, deren Aktien sowohl in Shanghai als auch in Hongkong notiert werden. Im Jahr 2001 wurden die A-Aktien der Gesellschaft mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 gehandelt, während ihre Aktien in Hongkong zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 6,7 gehandelt wurden. Siehe „China to allow foreigners into domestic stock markets“, in: ST, 8.11.2002.

¹¹⁹WSJ, 20.11.2002.

¹²⁰Ebenda.

¹²¹Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.17.

¹²²Ebenda.

¹²³In den Jahren 1997 bis 2000 hat die CSRC mehr als vierzig Verwaltungssanktionen wegen des Missbrauchs von Geldmitteln chinesischer Anleger verhängt. Herausragend waren der Missbrauch von Geldmitteln in Höhe von RMB 2,4 Mrd. Yuan durch die Guotai Jun'an Wertpapier GmbH und der Missbrauch in einem Volumen von RMB 1,46 Mrd. Yuan durch die Haitong Wertpapier GmbH, welche die CSRC im Jahr 2000 mit Sanktionen belegte, vgl. CSRC-Amtsblatt 2000, Nr.4, S.53f., 58ff.

¹²⁴„QFII scheme participants seek change“, in: SCMP, 10.12.2002.

¹²⁵Vgl. § 23 QFII-Methode und Ziffern 3.1ff. WpKontenregeln.

¹²⁶Andrew McGinty, Andrew Godwin, a.a.O. (Fn. 78), S.18.

¹²⁷„Domestic banks cleared for QFII roles“, in: SCMP, 3.1.2003.

¹²⁸„Beijing approval expected soon for first batch of custodian banks“, in: SCMP, 9.12.2002.

¹²⁹„Banks line up to provide custodian services for QFII“, in: SCMP, 4.12.2002.

¹³⁰SCMP, 3.1.2003.

¹³¹„Urgent need for investor scheme: Yam“, in: SCMP, 13.4.2002.

¹³²SCMP, 13.4.2002.

tungszone Hongkong zu investieren, um diesem – so die Hoffnung in Hongkong¹³³ – aus seiner Flaute zu helfen. Shi Meilun, die vor ihrer Tätigkeit bei der CSRC ein hohes Amt in der Hongkonger Wertpapier- und Terminhandelsaufsicht (Securities and Futures Commission) bekleidet hatte, warb in Beijing für das Konzept,¹³⁴ war aber bislang nicht erfolgreich.

5 Fazit

Es wäre verfrüht, im Hinblick auf diese weitere Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes für ausländische Investoren von einer Börsenreform zu sprechen. Denn erstens haben sich die Ziele, welche die chinesische Führung mit dem Aufbau eines Kapitalmarktes verfolgt, in keiner Weise geändert. Primär dient der Kapitalmarkt weiterhin der Mittelbeschaffung bei der Umwandlung staatseigener Unternehmen in Aktiengesellschaften. Dass man nun zur Lösung von aufgetretenen Problemen im Hinblick auf börsenzugelassene Gesellschaften verstärkt auf ausländisches Kapital und Know-how zurückgreifen will, ist ebenfalls nicht neu.

Zweitens hat man auch nicht etwa Besonderheiten des chinesischen Kapitalmarktes zugunsten der Öffnung nach außen abgeschafft. So bleibt etwa die scharfe Trennung zwischen zirkulierenden Aktien und nicht zirkulierenden Aktien bestehen. Staatseigene Aktien börsenzugelassener Gesellschaften können also nicht im Handel über die Börsen veräußert werden, sodass ausländischen Investoren der schnelle Rückzug aus einem eingegangenen Engagement erschwert wird. Da die Aktiengesellschaft auf diese Weise einen ihrer wesentlichen Vorteile gegenüber anderen Gesellschaftsformen verliert, ist fraglich, ob Aktiengesellschaften zukünftig als alternatives Investitionsvehikel ausländischer Investitionen eine größere Rolle als bisher spielen werden.

Mit Blick auf die Öffnung des A-Aktienmarktes für qualifizierte ausländische institutionelle Anleger ist festzuhalten, dass zunächst hohe Hürden aufgestellt worden sind, die nur den größten internationalen Finanzinstituten Zutritt zu diesem Marktsegment verschaffen. Ob die Qualifikationsvoraussetzungen und die Untergrenze der Investitionsquote später zugunsten kleinerer Finanzinstitute verändert werden, bleibt abzuwarten. Mehr als Risiko denn als Chance sind die neuen Möglichkeiten für QFII auf Grund der Restriktionen beim Kapitaltransfer und der Sicherheitsbedenken bei der Verwahrung der Geldmittel und Wertpapiere zu bewerten. Schließlich ist auch nicht zu vergessen, dass der A-Aktienmarkt für ausländische Investoren Neuland ist, auf dem sich bislang nur chinesische Analysten und Fondsmanager betätigt haben. Um A-Aktien überhaupt für Investitionen ausländischer Fondsmanager handhabbar zu machen, müssten A-Aktien zunächst in internationale Aktienindizes aufgenommen werden, an denen sich Fondsmanager bei der Zusammenstellung ihres Portefeuilles orientieren könnten. Entsprechende Pläne wurden zwar bereits Ende Dezem-

ber 2002 bekannt.¹³⁵ Zusammenfassend lässt sich jedoch sagen, dass angesichts der Zugangsbarrieren zumindest kurzfristig nicht damit zu rechnen ist, dass die Einführung von QFII in dem Maße positive Wirkungen auf die Corporate Governance börsenzugelassener Gesellschaften und das Verhalten anderer Marktteilnehmer entfalten wird, wie sich dies die chinesische Regierung wünscht.

* Knut Benjamin Pissler ist Wissenschaftlicher Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

(Email: pissler@mpipriv-hh.mpg.de)

¹³³„Mainland reforms seen as joint affair“, in: SCMP, 20.4.2002.

¹³⁴ZGZQB, 15.4.2002, S.1; SCMP, 20.4.2002.

¹³⁵„QFII puts A shares in line for international index“, in: SCMP, 27.12.2002.