



**Center for East Asian and Pacific Studies
Trier University, Germany**

**China Analysis No. 19 (November 2002)
www.chinapolitik.de**

**Schritte zur Öffnung des chinesischen
Kapitalmarkts für ausländische Anleger:
Übertragung von staatseigenen Aktien
und QFII-Methode**

von

Knut Benjamin Pißler

**Referent am Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg**

**Center for East Asian and Pacific Studies
Trier University, FB III
54286 Trier, Germany
E-mail: heilmann@uni-trier.de**

**Schritte zur Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
für ausländische Anleger:
Übertragung von staatseigenen Aktien und QFII-Methode**

Anfang November wurden zwei Vorschriften erlassen, die eine weitere Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes für ausländische Anleger mit sich bringen. Erstens ist nach einer Mitteilung nunmehr die Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien an ausländische Anleger unter bestimmten Voraussetzungen gestattet (hierzu unter 1). Außerdem wurde eine Vorschrift erlassen, die so genannten „Qualified Foreign Institutional Investors“ (合格境外机构投资者, QFII) erlaubt, in A-Aktien¹ und andere Finanzinstrumente zu investieren, die bislang chinesischen Anlegern vorbehalten waren (hierzu unter 2).

1. Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien an ausländische Anleger

Seit 1995 galt ein Verbot für ausländische Anleger, Staatsaktien und juristischen Personenaktien zu erwerben.² Mit Einverständnis des Staatsrates machte die Chinesische Wertpapieraufsichtskommission (中国证券监督管理委员会, China Securities Regulatory Commission, CSRC) gemeinsam mit dem Finanzministerium und der Staatskommission für Wirtschaft und Handel (国家经贸委) am 4. November 2002 die „Mitteilung zu Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung von staatseigenen Aktien und juristischen Personenaktien börsenzugelassener Gesellschaften an Ausländer“^{3,4} (im folgenden Mitteilung) bekannt, die dieses Verbot faktisch in einen Genehmigungsvorbehalt umwandelt.

Die Mitteilung legt die Prinzipien fest, nach denen sich eine Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien zu richten hat.⁵ 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 kurzfristige „Spekulationen“ (炒作) zu vermeiden seien.

Die Übertragung von Staatsaktien und juristischen Personenaktien muss nach der Mitteilung dem „Katalog zur Anleitung ausländischer Industrieinvestitionen“ (外商投资产业指导目录)

¹ A-Aktien bezeichnet Aktien, deren Erwerb bislang auf Anleger beschränkt ist, die in der VR China ansässig sind und die chinesische Staatsangehörigkeit besitzen oder deren Rechtspersönlichkeit dem Recht der VR China unterliegt.

² Siehe die „Mitteilung der Generalkanzlei des Staatsrates zur Weitergabe des Ersuchens um Anweisung durch die Wertpapierkommission des Staatsrates zur vorläufigen Aussetzung der Übertragung von Staatsaktien und juristische Personenaktien von börsenzugelassenen Gesellschaften an Ausländer“ (国务院办公厅转发国务院证券委员会关于暂行将上市公司国家股和法人股转让给外商的请示的通知) v. 23.5.1995, CSRC-Vorschriftensammlung (中华人民共和国证券期货法规汇编) 1995, S. 98 f.

³ Chin. 外商, wörtlich: ausländische Händler. Nach dem 10. Abschnitt der Mitteilung sind die Bestimmungen auch auf Anleger aus der Sonderverwaltungszone Hongkong, Macao und aus Taiwan anwendbar. Im Folgenden meint „Gebiet der VR China“ dementsprechend die VR China mit Ausnahme von Hongkong, Macao und Taiwan.

⁴ 关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知, im Internet unter: <http://finance.sina.com.cn/y/20021104/0659274314.html> (eingesehen am 6.11.2002).

⁵ 1. Abschnitt der Mitteilung.

entsprechen.⁶ Der Erwerb dieser Aktienkategorien von Gesellschaften in Industriebranchen, in die 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“ (相对控股) beibehalten.

Die Mitteilung verlangt, dass ausländische Anleger, die Staatsaktien und juristischen Personenaktien erwerben, über eine verhältnismäßig starke Managementfähigkeit und Finanzkraft verfügen und vergleichsweise gute finanzielle Verhältnisse und Prestige aufweisen.⁷ 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 Staatskommission für Wirtschaft und Handel und das Finanzministerium.⁸ „Erhebliche Angelegenheiten“ (重大事项) bedürfen darüber hinaus der Genehmigung durch den Staatsrat. Die Übertragung findet grundsätzlich in Form einer öffentlichen Auktion (公开竞价方式) statt⁹ und muss den Bestimmungen der CSRC zur Publizität und zu Ankäufen börsenzugelassener Gesellschaften entsprechen.¹⁰

Grundsätzlich muss das Entgelt für die Aktien in einer frei konvertierbaren Währung erfolgen.¹¹ Allerdings können Ausländer, die bereits Investitionen innerhalb des Gebietes der VR China durchgeführt haben, nach Genehmigung der Devisenverwaltungsabteilung (外汇管理部门) auch Gewinne, die durch diese Investitionen erzielt wurden, für den Kauf verwenden.¹² Eine weitere Übertragung der gekauften Aktien darf erst zwölf Monate nach vollständiger Zahlung des Kaufpreises erfolgen.¹³ Ein Börsenhandel mit diesen Aktien ist auch nach Ablauf dieser Haltefrist nicht vorgesehen. Staatsaktien und juristische Personenaktien sollen nicht in handelbare Aktien umgewandelt werden, um eine erneute Flucht chinesischer Anleger aus dem Sekundärmarkt und die damit verbundenen Kurseinbrüche zu vermeiden.¹⁴

Gelder, die ausländische Inhaber der Staatsaktien und juristischen Personenaktien zum Beispiel dadurch erzielen, dass die börsenzugelassene Gesellschaft Gewinne verteilt, können erst nach einer Genehmigung durch die Devisenverwaltungsabteilung aus dem Gebiet der VR China ausgeführt werden.¹⁵

Die Übertragung der Aktien an Ausländer führt nicht dazu, dass börsenzugelassene Gesellschaften wie Unternehmen mit ausländischem Kapital behandelt werden.¹⁶ Entsprechende steuerliche Vergünstigungen können daher nicht in Anspruch genommen werden.

⁶ 2. Abschnitt der Mitteilung.

⁷ 3. Abschnitt der Mitteilung.

⁸ 4. Abschnitt der Mitteilung.

⁹ 3. Abschnitt, 2. Absatz der Mitteilung.

¹⁰ 4. Abschnitt, 1. Absatz, Satz 2 der Mitteilung.

¹¹ 7. Abschnitt, Satz 1 der Mitteilung.

¹² 7. Abschnitt, Satz 2 der Mitteilung.

¹³ 7. Abschnitt, Satz 3 der Mitteilung.

¹⁴ Siehe zum jüngsten Experiment, Staatsaktien und juristische Personenaktien über die Börsen an das Publikum zu verkaufen, Münzel, Frank (Hrsg.), Chinas Recht, 12.6.01/1, Anmerkung 1 (im Internet unter: <http://www.mpipriv-hh.mpg.de/mitarbeiter/chinas-recht/index.htm>).

¹⁵ 8. Abschnitt, 2. Absatz der Mitteilung.

¹⁶ 9. Abschnitt der Mitteilung.

Von Brancheninsidern wird der Erlass der Mitteilung nicht als bahnbrechend angesehen.¹⁷ Bemängelt wird der weiter bestehende Genehmigungsvorbehalt beim Kauf von Staatsaktien und juristischen Personenaktien. Hier habe die Mitteilung keine Neuerung gebracht, da ausländische Unternehmen bereits in der Vergangenheit in Einzelfällen eine solche Genehmigung erhalten hätten.

2. Öffnung des A-Aktienmarktes für QFII

Über die Öffnung des A-Aktienmarktes für bestimmte ausländische Anleger wird in der VR China bereits seit längerer Zeit nachgedacht. Insbesondere LIANG Dingbang (梁定邦, Anthony Neoh), Chefberater der CSRC, und SHI Meilun (史美伦, Laura Cha), Vizevorsitzende von CSRC, waren in den chinesischen Finanzmedien immer wieder dahingehend zitiert worden, dass man am Entwurf entsprechender Vorschriften arbeiten würde.¹⁸ Bei den Entwurfsarbeiten wurden auch Erfahrungen studiert, die asiatische Nachbarn bei der Öffnung ihrer Kapitalmärkte für ausländische Anleger gemacht hatten.¹⁹ Seit Mitte des Jahres 2002 umwarb außerdem ZHOU Xiaochuan (周小川), Vorsitzender der CSRC, bei verschiedenen Konferenzen ausländische Anleger, um sie für die Idee der Investition in A-Aktien zu gewinnen.²⁰

Am 5. November 2002 erließen die CSRC und die Chinesische Volksbank gemeinsam die „Vorläufige Methode zur Verwaltung von Wertpapierinvestitionen innerhalb des Gebietes durch QFII“²¹ (im Folgenden QFII-Methode). Die QFII-Methode wird vom 1. Dezember 2002 an Geltung haben.

Als QFII kommen Fondsverwaltungsinstitute (基金管理机构), Versicherungsgesellschaften (保险公司), Wertpapiergesellschaften (证券公司) und andere Vermögensverwaltungsinstitute (其他资产管理机构) außerhalb des Gebietes der VR China²² in Betracht. 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 (投资额度) beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt beantragen.

§ 6 QFII-Methode legt die Voraussetzungen fest, denen QFII entsprechen 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

¹⁷ Die South China Morning Post (im folgenden SCMP) v. 5.11.2002 (Onlineausgabe unter: www.scmp.com, eingesehen am 5.11.2002) zitiert Philip Chan, Leiter der Forschungsabteilung der Shenyin Wanguo Securities (Hongkong).

¹⁸ Siehe China Securities Journal (中国证券报, im Folgenden ZGZQB) v. 27.4.2001, S. 1, v. 14.11.2001, S. 12, v. 15.4.2002, S. 1

¹⁹ Der taiwanische Kapitalmarkt öffnete sich z.B. Anfang der 90er Jahre für QFII, hierzu: Sarah Kirchberger, Der Aktienmarkt in Taiwan, in: Sebastian Heilmann/Jörn-Carsten Gottwald (Hrsg.), Der chinesische Aktienmarkt, Hamburg 2002, S. 139.

²⁰ Siehe SCMP v. 8.6.2002 und v. 31.10.2002. Unter anderem sprach ZHOU auf einer Konferenz, die mit Unterstützung der Deutschen Bank Ende Oktober in Singapur stattgefunden hat.

²¹ 合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法, im Internet unter: <http://www.csrc.org.cn/CSRCsite/search/searchnews81.htm>, englische Übersetzung unter: <http://www.csrc.org.cn/CSRCsite/eng/enews/efi20021114.htm> (eingesehen am 8.11.2002).

²² „Gebiet der VR China“ meint auch hier das Gebiet der VR China mit Ausnahme von Hong Kong, Macao und Taiwan, vgl. § 38 QFII-Methode.

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.²³

QFII müssen eine hohe finanzielle Kapazität vorweisen können: § 7 QFII-Methode verlangt, dass sie im vorangegangenen Buchhaltungsjahr Wertpapiere im Wert von nicht weniger als US \$ 10 Mrd. verwaltet haben.²⁴ Fondsverwaltungsinstitute können sich außerdem nur dann als QFII qualifizieren, wenn sie bereits seit fünf Jahren Fondsgeschäfte tätigen.²⁵ Versicherungsgesellschaften und Wertpapiergesellschaften müssen bereits seit dreißig Jahren im Versicherungsgeschäft bzw. Wertpapiergeschäft tätig sein und ein Eigenkapital von US \$ 1 Mrd. haben.²⁶ Voraussetzung einer Geschäftsbank als QFII ist, dass sie im letzten Buchhaltungsjahr weltweit zu den einhundert Banken mit dem größten Gesamtvermögen gehört.²⁷

Die CSRC kann diese Voraussetzungen „der Entwicklung des Wertpapiermarktes entsprechend“ anpassen.²⁸

Nachdem QFII die Genehmigung der CSRC erhalten haben, müssen sie beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt eine Investitionsquote beantragen.²⁹ Die Quote bestimmt darüber, bis zu welchem maximalen Investitionslimit die QFII Finanzinstrumente handeln können. Die QFII-Methode gibt dem Staatlichen Devisenverwaltungsamt keinen Rahmen für die Festlegung der Investitionsquote der QFII vor.³⁰

§ 18 QFII-Methode bestimmt die Finanzinstrumente (金融工具), in die QFII investieren dürfen. Hierzu gehören börsennotierte Aktien (股票), Staatsanleihen (国债), Wandelanleihen (可转换债券) und Unternehmensanleihen (企业债券). Die CSRC kann weitere Finanzinstrumente für Investitionen der QFII benennen.

Hinsichtlich des Investitionsportefeuilles legt § 19 QFII-Methode zwei Bedingungen fest: Erstens darf der Prozentsatz der Aktien, den ein QFII an einer börsenzugelassenen Gesellschaft hält, nicht 10% des Stammkapitals dieser Gesellschaft übersteigen. Zweitens dürfen alle QFII zusammengerechnet insgesamt nicht mehr als 20% des Stammkapitals einer börsenzugelassenen Gesellschaft halten. Im übrigen müssen die Investitionen der QFII dem „Katalog zur Anleitung ausländischer Industrieinvestitionen“ entsprechen, so dass einige Industriebranchen auch für sie geschlossen bleiben.

Alle Geldmittel, die QFII für ihre Investitionen verwenden, müssen drei Monate nach Genehmigung durch die CSRC auf ein spezielles Renminbi-Konto (人民币特殊账户) bei designierten Banken eingezahlt werden.³¹ Werden nicht Geldmittel in Höhe der vollen Investitionsquote eingezahlt, gilt die Summe der tatsächlich eingezahlten Geldmittel als Investitions-

²³ CSRC-Amtsblatt (中国证券监督管理委员会公告) 1998, Nr. 10, S. 33.

²⁴ § 7 QFII-Methode.

²⁵ § 7 Abs. 2 QFII-Methode.

²⁶ § 7 Abs. 3 und Abs. 4 QFII-Methode.

²⁷ § 7 Abs. 5 QFII-Methode.

²⁸ § 7 Abs. 6 QFII-Methode.

²⁹ § 10 QFII-Methode.

³⁰ In Taiwan galt z.B. bis November 1999 ein maximales Investitionslimit je QFII von US \$ 600 Mio., welches dann auf US \$ 1,2 Mrd. angehoben wurde, vgl. Sarah Kirchberger, a.a.O., S. 139.

³¹ § 13 ff. QFII-Methode.

quote und es können vor Genehmigung einer neuen Investitionsquote keine weiteren Gelder mehr auf das Konto eingezahlt werden.³²

QFII können die Geldmittel auf diesem speziellen Renminbi-Konto frühestens ein Jahr nach Einzahlung wieder ausführen.³³ Bei geschlossenen Fonds als QFII beträgt die Frist sogar drei Jahre.³⁴ Die Ausfuhr der Geldmittel muss außerdem durch das Staatliche Devisenverwaltungsamt genehmigt werden. Bei einem Transfer dürfen nicht mehr als 20% der Gesamtsumme ausgeführt werden und zwischen den Transfers muss ein Intervall von mindestens einem Monat bzw. drei Monaten liegen. Gewinne, die QFII nach Abzug der Steuern im vorangegangenen Buchhaltungsjahr realisiert haben, unterliegen nicht diesen Beschränkungen. Sie können ausgeführt werden, nachdem beim Staatlichen Devisenverwaltungsamt ein entsprechender Antrag eingereicht wurde.³⁵

Auch diese Vorschriften wurden von Brancheninsidern mit einer gewissen Skepsis zur Kenntnis genommen.³⁶ Vor allem die zuletzt genannten Einschränkungen hinsichtlich der Ausfuhr von Geldmitteln seien ein schwerwiegendes Handikap für das Engagement ausländischer Anleger. Positive Auswirkungen werden hingegen langfristig für die Erhöhung der Liquidität und der Transparenz des chinesischen Kapitalmarkts erwartet.³⁷

3. Fazit

Trotz dieser neuen Maßnahmen zur Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes ist zumindest die Finanzwelt in Hongkong enttäuscht. Man merkt an, dass Geld zwar immer leichter seinen Weg aus Hongkong in die VR China finde, während jedoch in der entgegengesetzten Richtung weiterhin Barrieren bestünden.³⁸ Hongkong drängt Beijing daher bereits seit langem zur Einführung eines Systems so genannter „Qualified Domestic Institutional Investor“ (特许国内机构投资者, QDII) oder von „China Depository Receipts“ (中国存托凭证, CDR).³⁹

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 Sonderverwaltungszone Hongkong zu investieren, um diesem – so die Hoffnung in Hongkong⁴⁰ – 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 Konzept⁴¹, war aber bislang nicht erfolgreich.

³² § 15 Abs. 2 QFII-Methode.

³³ § 26 Abs. 2 QFII-Methode.

³⁴ § 26 Abs. 1 QFII-Methode.

³⁵ § 29 QFII-Methode.

³⁶ Die SCMP v. 8.11.2002 zitiert Steward Aldcroft der Investec Asset Management mit der Aussage: „It doesn't get me rushing to the door going out to buy those A shares“.

³⁷ So die Aussage von Sally Wong, Sprecherin der Hong Kong Investment Funds Association, die in der SCMP v. 8.11.2002 zitiert wird.

³⁸ So die Aussage von Joseph Yam Chi-kwong, Chief Executive der Hong Kong Monetary Authority, auf dem „Boao Forum for Asia business and government leaders“ in Hainan nach der SCMP v. 13.4.2002.

³⁹ SCMP v. 13.4.2002, v. 20.4.2002 und v. 8.6.2002

⁴⁰ SCMP v. 20.4.2002.

⁴¹ ZGZQB v. 15.4.2002, S. 1, SCMP v. 20.4.2002.