

Sonderbericht

Regulierung in China: Tech-Aktien unter Druck



Das Wichtigste in Kürze:

27. September 2021

In den vergangenen Monaten sind die chinesischen Regulatoren hart gegen einheimische Unternehmen vorgegangen und verhängten vor allem gegen Technologie-Konzerne Strafen, unter anderem wegen angeblicher Verstöße gegen das Kartellrecht, die nationale Sicherheit, den Datenschutz und wegen der Ausbeutung der Mittelschicht. Das Tempo und der Umfang der Regulierungsmaßnahmen ist bemerkenswert und es ist klar erkennbar, dass die Ziele Pekings über das hinausgehen, was westliche Regulatoren anstreben. Neben einer Intensivierung des Wettbewerbs und der Stärkung von Verbraucherrechten ist China zudem an sozialer Gerechtigkeit gelegen und auch geopolitische und politische Faktoren dürften eine wichtige Rolle spielen, nicht zuletzt da Präsident Xi Jinping auf dem Parteitag im kommenden Jahr eine Verlängerung seiner Amtszeit anstrebt.

Noch ist nicht absehbar, wann die Regulierungswelle wieder abflachen wird und wie weit die Eingriffe der Regierung in die Geschäftstätigkeit der Unternehmen gehen werden. Der Einfluss der bisher beschlossenen Maßnahmen auf das Wirtschaftswachstum dürfte begrenzt bleiben und von einem generellen volkswirtschaftlichen Dynamikverlust – nach dem Corona-Boom – überlagert werden. Bei einer Fortsetzung der Regulierungsoffensive besteht allerdings die Gefahr, dass sich die wirtschaftliche Dynamik abschwächen wird.

Die Aktiennotierungen der betroffenen Unternehmen haben stark unter der Regulierungsoffensive gelitten, aber auch viele nicht unmittelbar von den staatlichen Maßnahmen betroffenen Unternehmen wiesen Kursverluste auf. Der NASDAQ Golden Dragon China Index, der die meisten der in den USA gelisteten chinesischen Internet-Firmen abbildet, hat seit Mitte Februar fast 50% an Wert verloren, während es für den S&P 500 und der EURO STOXX 50 im selben Zeitraum 10-15% nach oben ging. Da die Ziele der chinesischen Regulierungsoffensive nicht nur vielfältig, sondern auch intransparent sind, fällt eine Einschätzung über den weiteren Verlauf der chinesischen Aktienmärkte nicht leicht. Einerseits erscheinen einzelne Segmente des Aktienmarktes nach dem Kursrutsch seit Februar überverkauft und die Geschäftsmodelle der meisten Tech-Unternehmen sind weiter intakt. Andererseits ist das regulatorische Risiko weiter hoch. Anleger, die dieses Risiko grundsätzlich nicht scheuen, sollten den chinesischen Tech-Markt jedoch zumindest so lange meiden bis die Regulierungswelle wieder abflacht.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. China geht gegen die heimische Tech-Industrie vor

Von allen Errungenschaften Chinas in den vergangenen Jahrzehnten gehört der rasante Aufstieg der dortigen Technologie-Unternehmen zu den beeindruckendsten. Inzwischen sind über 70 chinesische Digitalfirmen mehr als 10 Mrd. US-Dollar wert und die Reichweite dieser Unternehmen ist enorm. Didi, ein chinesisches Dienstleistungsunternehmen, das Fahrdienste vermittelt, bedient pro Jahr rund 550 Mio. Nutzer, also mehr Personen als die USA oder die Europäische Union Einwohner haben. Die E-Commerce-Aktivitäten auf der Plattform von Alibaba sind doppelt so hoch wie die auf Amazon, und die Super-App WeChat von Tencent hat 1,2 Mrd. aktive Nutzer pro Monat – wobei die Bedeutung von WeChat angesichts des Funktionsumfangs und der Bezahlungsfunktion diejenige westlicher Messenger-Dienste sogar weit übersteigt.

Chinesische Internet-Firmen konnten innerhalb kurzer Zeit zur Weltspitze aufsteigen...

Der Aufstieg der chinesischen Tech-Konzerne an die Weltspitze kommt nicht von ungefähr. Jahrelang konnten sie von laxen Regeln profitieren, auch weil der Staatsspitze hohes Wirtschaftswachstum wichtig war. Heute trotzen sie nicht nur der Vormachtstellung der Internetgrößen aus dem Silicon Valley, sondern erlauben es der Volksrepublik zudem, in Zukunftsfelder wie der künstlichen Intelligenz, dem autonomen Fahren oder dem „Cloud Computing“ vorzudringen.

...auch wegen laxer Regeln.

Der chinesischen Regierung scheint dies aber nicht mehr zu genügen. Stattdessen ging sie in den vergangenen Monaten rigoros gegen die heimische Internetbranche vor und überzog sie mit Regulierungsmaßnahmen und Strafen. Bereits im vergangenen Jahr hatte es international für Aufsehen gesorgt, als der 37 Mrd. US-Dollar-Börsengang der Ant Group, einem Tochterunternehmen von Alibaba, quasi in letzter Minute abgesagt wurde, da die Finanzaufsicht Offenlegungspflichten als nicht erfüllt ansah. Im April diesen Jahres stand Alibaba erneute im internationalen Medienfokus, als bekannt wurde, dass der Konzern zu einer Rekordstrafe von 2,75 Mrd. US-Dollar verurteilt wurde, da er seine marktbeherrschende Stellung jahrelang missbraucht haben soll.

Zuletzt rollte aber eine Regulierungswelle über den Tech-Sektor...

Das Vorgehen gegen Alibaba hatten damals viele Beobachter mit regierungskritischen Äußerungen des Alibaba-Gründers Jack Ma in Verbindung gebracht. Inzwischen ist jedoch klar, dass dies lediglich der Beginn einer Regulierungsoffensive war, die sich in den vergangenen Wochen stark beschleunigt hat und zahlreiche Unternehmen traf. So wurde beispielsweise Meituan, ein Unternehmen, das vor allem für seinen Lieferservice bekannt ist, aufgefordert, die Gehälter seiner Zusteller und Lagerarbeiter zu erhöhen. Tencent, ein Socialmedia- und Computerspiele-Konzern, wurde angewiesen, seine exklusiven Musik-Lizenzierungen zu beenden. Beim Fahrdienstvermittler Didi ordneten die chinesischen Regulatoren wenige Tage nach dem Börsengang in New York an, dass die Didi-App aus allen chinesischen App-Stores zu entfernen sei, offenbar wegen schwerwiegender Verstöße im Umgang mit personenbezogenen Daten. Eine neue Verordnung sieht nun vor, dass Unternehmen vor einem Börsengang im Ausland eine Genehmigung benötigen, sofern sie über sensible Daten verfügen. Damit dürfte für die meisten chinesischen Tech-Werte der Weg an die US-Börsen verstellt sein und es ist nicht ausgeschlossen, dass Didi seinen US-Börsengang zurückabwickeln muss. Die Zahlungssapp AliPay des Fintech-Konzern Ant Group soll Berichten zufolge sogar zerschlagen werden und ihre Nutzerdaten an ein teilstaatliches Unternehmen abgeben. Am härtestens hat es aber

...was zahlreiche Firmen betraf...

Unternehmen aus dem privaten Online-Bildungsbereich getroffen, denen untersagt wurde, zukünftig Gewinne zu erwirtschaften. Lediglich gemeinnützige Aktivitäten sind diesen Unternehmen noch erlaubt.

Das scharfe Vorgehen hat bereits Konsequenzen. NetEase beispielsweise hat den in Hongkong geplanten Börsengang einer Unternehmenstochter auf unbestimmte Zeit verschoben und auch der Elektroautobauer BYD hat seine Börsenpläne eines Zweitlistings in den USA auf Eis gelegt, genauso wie mehr als 40 andere Unternehmen in den vergangenen Monaten. Zudem haben Chinas Internet-Milliardäre in den vergangenen Monaten Milliarden für wohltätige Zwecke gespendet und hoffen wohl darauf, dass sie durch ihre Gaben die Regulatoren milde stimmen können (wonach es bislang aber nicht aussieht).

Nach einem rasanten Aufstieg der chinesischen Tech-Industrie an die Weltspitze, der maßgeblich durch lockere staatliche Regeln begünstigt wurde, griff die Regierung zuletzt hart durch. Dabei gerieten zahlreiche Internet-Giganten in den Fokus der Behörden, am härtestens wurden aber Unternehmen aus dem privaten Bildungsbereich getroffen, denen die Geschäftsgrundlage praktisch entzogen wurde.

..und was bei Unternehmen und Konzernlenkern bereits zu einem Umdenken geführt hat.

2. Absichten der chinesischen Regierung

Um eine Einschätzung treffen zu können, welchen Einfluss die schärfere Regulierung auf das Wachstum der chinesischen Wirtschaft und den dortigen Aktienmarkt haben wird, ist es von Relevanz, die Absichten der politischen Entscheidungsträgern zu kennen. Da sich die Staatsspitze darüber jedoch bedeckt hält – und die in den chinesischen Staatsmedien verbreiteten Gründe vorgeschoben sein könnten – können hierzu jedoch lediglich Mutmaßungen angestellt werden.

Gründe für stärkere Regulierung...

Zumindest teilweise dürften die Absichten jedoch deckungsgleich zu denjenigen westlicher Regulatoren sein. Die Erfahrung hat gezeigt, dass die digitalen Märkte nicht nur zu monopolistischen Strukturen, sondern auch zu exzessiver Datensammlung sowie zur Ausbeutung von Lieferanten und Angestellten tendieren. In China dominierten WeChat Pay, das zu Tencent gehört, und Alipay den Bereich der mobilen Zahlungsdienstleister zu rund 94%. Zudem stehen Plattform-Anbietern häufig in der Kritik, da sie Verkäufern verbieten, ihre Waren auf mehr als einer Plattform anzubieten. In Europa hat die Übermacht der Silicon Valley-Firmen ebenfalls die Regulatoren auf den Plan gerufen und es wurden bereits Strafen und schärfere Regeln verhängt. In den USA hat die neue Chefin der für Verbraucherschutz und Wettbewerbsuntersuchungen zuständigen Handelskommission FTC (Federal Trade Commission), Lina Khan, in der Vergangenheit bereits angemerkt, dass Amazon gegen das Kartellrecht verstoßen habe und zerschlagen werden solle. Es ist daher nicht unwahrscheinlich, dass in den USA demnächst Verfahren angestoßen werden und einige der großen Tech-Firmen Geldstrafen zahlen und Geschäftsbereiche ausgliedern müssen. Während die Regulierungsmaßnahmen in den USA und Europa durch das Wettbewerbsrecht eng begrenzt sind, können die chinesischen Regulatoren recht frei agieren. Angesichts der oben genannten Strukturen der digitalen Märkte hätten staatliche Maßnahmen durchaus das Potenzial, den Wettbewerb zu erhöhen. Sollte beispielsweise Alibaba gezwungen werden, die Vorgabe zu

...dürften teilweise deckungsgleich mit denjenigen westlicher Regulatoren sein.

kippen, wonach Händler ihre Produkte exklusiv auf der Alibaba-Plattform anbieten müssen, würden die Gewinne des Platform-Anbieters zwar schrumpfen, Branchenkenner rechnen aber damit, dass dann Händler eine höhere Marge erzielen und Verbraucher niedrigere Preise zahlen könnten. Angestellte wiederum könnten von einer strengerer Regulierung profitieren, wenn beispielsweise Meituan verpflichtet wird, seinen Kurierfahrern den Mindestlohn und Krankenversicherung zu bieten. Für Schulkinder dürfte es eine Erleichterung sein, nach langen Schultagen und an Wochenden nicht noch zusätzlich Onlinekurse zu belegen und Eltern dürften aufatmen, da die hohen Kosten für Onlinekurse zukünftig entfallen. In diesem Zusammenhang verweisen die chinesischen Staatsmedien häufig auf die soziale Gerechtigkeit, den fairen Wettbewerb und die Verbraucherrechte, die nach Zeiten ungezügelter Wachstums jetzt wieder stärker im Vordergrund stehen.

Laut Staatsmedien sollen die soziale Gerechtigkeit, der Wettbewerb und die Verbraucherrechte gefördert werden.

Darüber hinaus dürften geopolitische Gründe eine Rolle für die Regulierungsoffensive spielen. Der in den vergangenen Jahren vor allem durch die USA eingeschränkte Zugang zu Komponenten, die mithilfe amerikanischer Technologie hergestellt werden, hat das Bewusstsein der Parteioberen geschärft, dass die Volksrepublik ihre Eigenständigkeit verbessern muss, vor allem in kritischen Bereichen wie z.B. Halbleitern. Möglicherweise erhoffen sie sich durch ihre regulatorischen Eingriffe eine Lenkungswirkung, wodurch beispielsweise Ingenieure und Programmierer vom Internetsektor in den Hardware-Sektor abwandern, um dort Halbleiter und Werkstoffe zu erforschen, statt wie bisher Internetwerbung zu optimieren und Spiele zu entwickeln. Eine derartige Verschiebung von Ressourcen würde nicht nur die Eigenständigkeit Chinas verbessern, es würde auch dem Militär zugute kommen, das für die chinesische Führung in den letzten Jahren immer wichtiger geworden ist und für das immer größere Summen im Staatshaushalt reserviert sind. Angesichts der angespannten Beziehungen zu den USA dürften auch die ausländischen Börsennotierungen, wie die oben beschriebene des Fahrdienstleisters Didi, der Regierung in Peking ein Dorn im Auge sein. Chinesische Unternehmen, die an den US-Börsen gehandelt werden, könnten von den US-Behörden stärker kontrolliert und gezwungen werden, sensible Daten offenzulegen. Statt sich dieser Gefahr auszusetzen, dürfte Peking daran gelegen sein, selbst Zugriff auf die wertvollen Kunden- und Geschäftsdaten zu bekommen.

Geopolitische...

Nicht zuletzt dürfte es der chinesischen Regierung aber auch darum gehen, ihre Macht zu festigen. Ein größerer Einfluss auf die Internet-Firmen könnte es staatlichen Stellen erleichtern, Zugang zu Nutzerdaten zu erhalten, Internet-Inhalte besser zu kontrollieren und die Bevölkerung sogar zu einer Verhaltensänderung zu zwingen. Dass die kommunistische Partei davor nicht zurückschreckt, zeigt, dass sie jüngst Anbieter von Online-Spielen dazu verpflichtet hat, Kindern und Jugendlichen unter 18 Jahren nur noch von Freitag bis Sonntag für maximal eine Stunde täglich Zugang zu Gaming-Plattformen zu gewähren. Daneben dürften das selbstbewusste Auftreten der Internet-Milliardäre und die durch Alibaba-Gründer Jack Ma geäußerte Kritik der politischen Elite nicht gefallen haben und die Entscheidung begünstigt haben, gegen die Machtzentren in den Privatwirtschaft vorzugehen. Möglichweise spielt für den Zeitpunkt und den Umfang der Regulierung der im Herbst 2022 anstehende Parteitag der Kommunistischen Partei eine Rolle, bei dem Präsident Xi entgegen einer jahrzehntelangen Tradition für eine dritte Amtszeit antreten wird. Zuvor könnte Xi daran gelegen sein, sich als Beschützer der Belange des einfachen Volkes zu präsentieren und seine Popularität dadurch auszubauen.

.... und politische Gründe sowie der im nächsten Jahr anstehende Parteitag dürften ebenfalls eine Rolle spielen.

Die Regulierungskampagne besitzt durchaus das Potenzial gesellschaftliche Probleme zu reduzieren, den Wettbewerb zu erhöhen und die Verbraucherrechte zu stärken. Bestenfalls könnte die Kampagne für andere Länder eine Blaupause für den Umgang mit marktbeherrschenden Technologieunternehmen werden. Allerdings ist es nicht ausgeschlossen, dass politische Absichten eine übergeordnete Rolle spielen und es der Regierung in erster Linie darum geht, ihre Macht zu festigen und sogar noch auszubauen. Dann wären die Aussichten für die Wirtschaft (und Gesellschaft) deutlich weniger positiv.

3. Auswirkungen auf die chinesischen Konjunktur

Obwohl es eine Vielzahl an Gründen gibt, die – vor allem in den Augen der Regierung – für ein stärkeres Vorgehen gegen die Internet-Giganten sprechen, geht die Volksrepublik damit ein hohes Risiko ein, da sie damit Unternehmen und schlimmstenfalls der gesamten Volkswirtschaft beträchtlichen Schaden zufügen könnte. Immerhin war die Digitalwirtschaft mit einem Gewicht von 40% des Bruttoinlandsprodukts (Goldman Sachs Schätzung) in den vergangenen Jahren ein wichtiger Wachstumstreiber und hat mit ihrer Innovationskraft die stagnierende (teilweise sogar nachlassende) Produktivität der staatlichen (Groß-)Unternehmen kompensiert. Werden die Gewinne der Tech-Konzerne durch staatliche Maßnahmen zu stark gekappt, könnten den Unternehmen die Ressourcen fehlen, um Zukunftsthemen wie künstlichen Intelligenz, autonomes Fahren oder das „Cloud Computing“ voranzutreiben. Die Regierung hat zwar bereits staatliche Unternehmen in strategisch wichtigen Zukunftsfeldern platziert, doch ohne die Privatunternehmen dürfte sich der technologische Fortschritt spürbar verlangsamen.

Zudem könnte durch ein hartes Durchgreifen Pekings im Privatsektor das Unternehmertum leiden. Viele der früheren Tech-Gründer haben sich bereits aus ihren Firmen und dem gesellschaftlichen Leben zurückgezogen und eine nachfolgende Gründergeneration dürfte es sich gut überlegen, ob sie unter den neuen Umständen das unternehmerische Risiko eingehen will. Vor allem da der Zugang zu Risikokapital durch die jüngste Regulierung schwieriger geworden ist, da sich viele ausländische Kapitalgeber aus China verabschiedet haben.

Wachstumsdämpfend könnte auch eine sinkende internationale Nachfrage nach chinesischen Erzeugnissen wirken, da sich durch die stärkere staatliche Einflussnahme die Zweifel gegenüber chinesischen Produkten im Rest der Welt erhöhen könnten. Bereits jetzt wird deren Qualität – wie beispielsweise bei Huawei – in Frage gestellt. Durch die Regulierungsoffensive könnten noch mehr Länder chinesische Unternehmen von ihren Aufträgen ausschließen und auch die Privatwirtschaft könnte Tech-Produkte „Made in China“ meiden.

Trotz dieser Risiken dürfte sich der Einfluss der in den vergangenen Monaten beschlossenen Maßnahmen auf die chinesische Konjunktur gegenwärtig in Grenzen halten. Die Gewinnaussichten der Tech-Unternehmen haben sich zwar verschlechtert, aber ihre Geschäftsmodelle sind weiterhin – von wenigen Ausnahmen abgesehen – intakt. Sollten keine weiteren staatlichen Auflagen kommen, dürften sich die Tech-Konzerne zügig an die neuen Gegebenheiten anpassen und das Wachstum höchsten einen leichten Dämpfer erfahren. Dabei

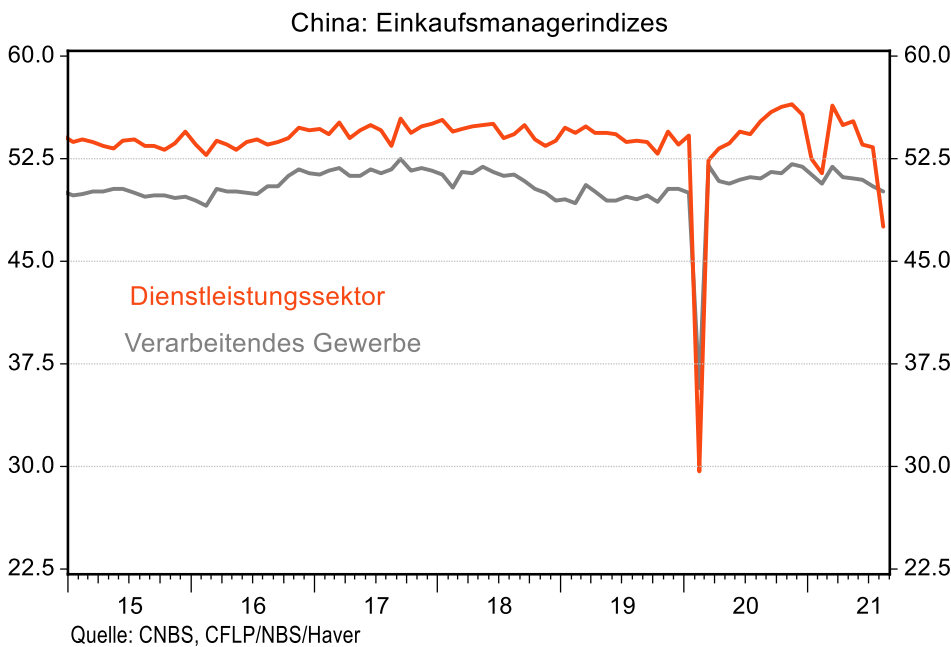
Die Regulierungsoffensive stellt ein Wachstumsrisiko dar, da die Innovationskraft der Tech-Unternehmen...

...das Unternehmertum...

...und die Exportnachfrage leiden könnten.

Der Einfluss der bislang beschlossenen Maßnahmen dürfte gering sein...

könnte der Einfluss der stärkeren Regulierung überlagert werden durch eine sich nach dem Post-Corona-Boom ohnehin abschwächende Konjunktur. Deutlich erkennbar ist die nachlassende wirtschaftliche Aktivität bei den Einkaufsmanagerindizes, die sich sowohl für den Dienstleistungssektor als auch für das verarbeitende Gewerbe seit mehreren Monaten abwärts bewegen. Das von der Firma Markit ermittelte Caixin-Stimmungsbarometer, das vor allem die Stimmung in kleineren und mittleren Unternehmen widerspiegelt, ist im August für das verarbeitende Gewerbe bereits unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gerutscht und der Index für den Dienstleistungssektor befindet sich nur noch knapp darüber. Bei größeren – vor allem staatlichen – Unternehmen ist die Stimmung dagegen im Dienstleistungssektor besonders schlecht. Der entsprechende Einkaufsmanagerindex der Regierung sackte im August für den Dienstleistungssektor auf 47,5 Punkte ab und der Index für das verarbeitende Gewerbe lag bei nur noch 50,1 Punkten.



Bislang ist allerdings noch kein Ende der Regulierungswelle in Sicht und je umfassender die Maßnahmen werden und je stärker sie in die Geschäftstätigkeit der Unternehmen eingreifen, desto größer wird die Gefahr, dass die konjunkturelle Dynamik langfristigen Schaden nimmt. Es ist bislang unklar, ob es der Regierung vor allem um gerechteres und nachhaltiges Wachstum geht – wie Staatsmedien behaupten – oder ob politische Gründe dominieren. Je stärker der Einfluss der politischen Faktoren, umso größer die Gefahr, dass sich die Regulierung noch verschärfen und dadurch die Innovationsfähigkeit und schließlich auch das volkswirtschaftliche Trendwachstum beeinträchtigen wird. Damit würde sich der mittel- bis langfristige Gegenwind für die chinesische Konjunktur verstärken, den wir bereits in früheren Sonderberichten zu China (Sonderbericht „Pandemie-Update Nr. 16: Chinas Weg aus der Krise – Vorbild und Stütze für Deutschland?“ von Februar 2021 sowie Sonderbericht „Konjunkturabkühlung in China: Gefahr für die Weltwirtschaft?“ von Mai 2019) thematisiert hatten und der bislang vor allem aus einer hohen Verschuldung, demographischen Problemen, dem Immobilienboom sowie einer niedriger Produktivität bestand. Dabei geht insbesondere vom Immobilienmarkt ein nicht

...allerdings ist ein Ende der Regulierungswelle noch nicht in Sicht.

unerhebliches Risiko aus, das durch die finanziellen Probleme des Immobilienentwickler Evergrande zuletzt auch wieder stärker ins Bewusstsein der Finanzmärkte gerückt ist. Der seit Jahren boomende Sektor macht inzwischen (direkt und indirekt) etwa ein Viertel des Bruttoinlandsprodukts aus und da viele Haushalte Immobilien zum Vermögensaufbau genutzt haben, würde sich ein Platzen der Immobilienblase negativ auf den Konsum auswirken.

Für den deutschen Industriesektor sind diese Konjunkturrisiken in China nicht unerheblich, für die deutsche Volkswirtschaft allerdings überschaubar. Im vergangenen Jahr lag China zwar an zweiter Stelle der wichtigsten Exportmärkte hinter den USA, angesichts der Vielzahl der Handelspartner Deutschlands lag die Exportquote (also die Ausfuhren nach China im Verhältnis zu den gesamten Exporten Deutschlands) 2020 aber lediglich bei 8,0%. Gemessen am BIP machen die chinesischen Exporte sogar einen noch deutlich geringeren Anteil von 2,7% aus und auch wenn statt der reinen Warenexporte die in Waren- und Dienstleistungsexporten enthaltene Wertschöpfung berücksichtigt wird, steigt der Anteil nur unwesentlich auf 2,8%. Eine mögliche längerfristige Wachstumsabschwächung Chinas durch stärkere Regulierung ist zwar ein weiterer Risikofaktor für deutsche Exportunternehmen, dieser dürfte allerdings angesichts der Autarkiebestrebungen Chinas, die mit dem (im März verabschieden) neuen Fünfjahresplan intensiviert wurden, eher eine untergeordnete Rolle spielen.

Neben einer Reihe von Faktoren, die für eine stärkere Regulierung des Tech-Sektors sprechen – und die im vorangegangenen Kapitel betrachtet wurden – sind die staatlichen Maßnahmen nicht ohne Risiko. Neben der Innovationskraft der chinesischen Wirtschaft steht vor allem das Unternehmertum auf dem Spiel. Sofern es die Regierung bei den bisher gemachten Vorgaben belässt, dürfte der Einfluss auf das Wirtschaftswachstum gedämpft ausfallen. Setzten die staatlichen Stellen ihre Regulierungsoffensive aber fort, könnte sich die Wirtschaftsdynamik abschwächen.

4. Auswirkungen auf den Aktienmarkt

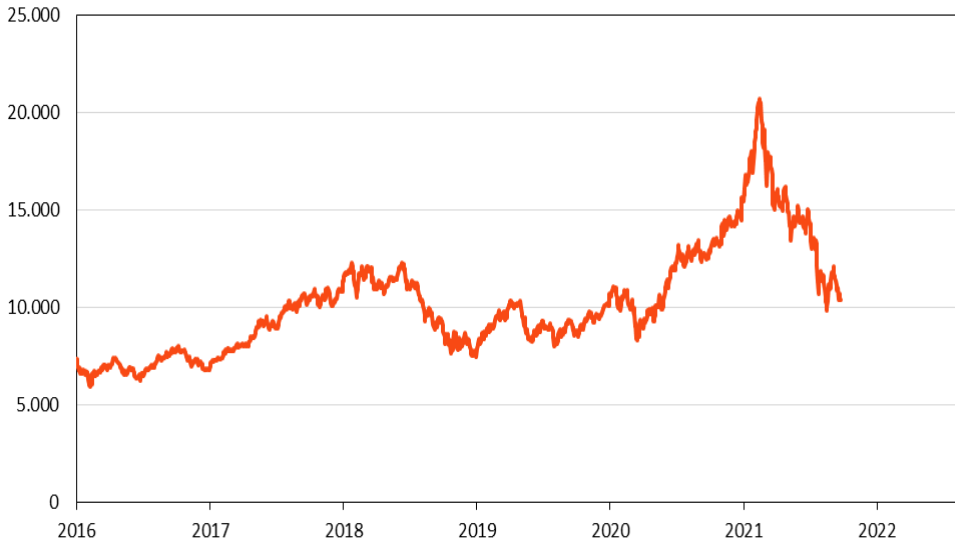
Die börsennotierten großen chinesischen Tech-Konzern haben stark unter der Regulierungsoffensive gelitten. Während es für die europäischen und US-amerikanischen Indizes in diesem Jahr steil nach oben ging und der S&P 500 sowie der EURO STOXX 50 seit Jahresbeginn etwa 20% im Plus liegen, hat der NASDAQ Golden Dragon China Index, der die Mehrheit der in den USA gelisteten chinesischen Internet-Firmen enthält, seit Mitte Februar beinahe 50% an Wert verloren. Einzelne Aktien haben sogar deutlich höhere Verluste verzeichnet. Beispielsweise verlor der Youtube-Konkurrent Kuaishou seit seinem Börsendebüt im Februar circa 80% an Wert und die Kurse der privaten Online-Bildungsanbieters Tal Education und New Oriental Education and Technology Group brachen um mehr als 90% ein. Die Aktien von Alibaba und Tencent rangieren im Performance-Vergleich der chinesischen Tech-Firmen mit Verlusten von 40-45% im Mittelfeld. Im Vergleich dazu hat sich der Shanghai Composite Index, der wichtigster Index in China ohne Hongkong, mit einer Performance von 4,0% seit Jahresbeginn gut geschlagen. Allerdings ist dieser Index von der Tech-

Die Auswirkungen für die deutsche Wirtschaft sollten überschaubar bleiben.

Aktienkurse von Tech-Firmen kollabieren wegen der strengeren Regulierung.

Regulierung deutlich weniger betroffen, da sich unter den Index-Mitgliedern kaum Technologie-Unternehmen finden.

NASDAQ Golden Dragon China Index



Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Neben der Regulierungsoffensive stehen die chinesischen Aktienindizes wegen einer Reihe weiterer Belastungsfaktoren unter Druck. In den vergangenen Monaten wurde die Unterstützung durch die in der Corona-Krise sehr expansive Geldpolitik zurückgefahren, da sich die Währungshüter Sorgen um die Finanzstabilität und die hohe Verschuldung machten. Zusätzlich lastet die geringere konjunkturelle Dynamik auf der Börsenstimmung, da sich der Post-Corona-Boom abschwächt (siehe oben die Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes), und Anleger sorgen sich angesichts lokaler Corona-Ausbrüche, die teilweise gravierende Folgen für die Wirtschaft haben. Im Mai beispielsweise haben die chinesischen Behörden als Reaktion auf einzelne positive Corona-Tests einen der wichtigsten Häfen des Landes nahe der Industriemetropole Shenzhen geschlossen, was sich auf den globalen Schiffsverkehr und die exportstarke chinesische Wirtschaft Branchenkennern zufolge stärker ausgewirkt haben soll als die Blockade des Suezkanals im März.

Aber auch eine weniger expansive Geldpolitik, eine nachlassende Konjunkturdynamik und Corona-Sorgen belasten.

Der Kursschwäche war lange Zeit auf chinesische Tech-Aktien beschränkt und obwohl nicht wenige dieser Aktien an der Technologie-Börse NASDAQ gelistet sind, ist deren Gewicht am NASDAQ Composite Index nicht groß genug, um den Gesamtindex nennenswert zu belasten. Jüngst kamen aber vereinzelt auch die Aktienkurse von europäischen Unternehmen unter Druck. Mit LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton und Kering hat es dabei nicht unbekannte Nebenwerte getroffen, sondern europäische Blue-Chips mit einer Markkapitalisierung von 321 Mrd. bzw. 78 Mrd. Euro. Innerhalb weniger Tage gaben die Aktien der beiden Luxusgüterhersteller um 14% bzw. 18% nach, nachdem chinesische Staatsmedien berichtet hatten, dass die kommunistische Partei eine stärkere Umverteilung der Vermögen fordert. Für den LVMH-Konzern, der etwa ein Drittel seiner Umsätze in Asien erwirtschaftet, sind wohlhabende Chinesen eine enorm wichtige Käufergruppe. Auch wenn die Aktienkurse von LVMH und Kering in den Wochen zuvor stark gestiegen waren und das Korrekturpotenzial

Zuletzt kamen auch europäische Blue-Chips unter Druck.

dementsprechend hoch war, zeigt diese Erfahrung, wie stark auch europäische Anleger von der Regulierung in Fernost betroffen sein können.

Nachdem die Corona-Krise den an der Technologiebörse NASDAQ gelisteten chinesischen Tech-Werten kaum etwas anhaben konnte und sich der NASDAQ Golden Dragon China Index innerhalb eines Jahres verdoppeln konnte, hat die Regulierungsoffensive diese Kursgewinne wieder zunichte gemacht. Seit Februar hat der Index fast die Hälfte seines Wertes abgegeben, während es an den globalen Aktienmärkte aufwärts ging und der Shanghai Composite Index immerhin seitwärts tendierte. Die deutlich schlechtere Entwicklung des Tech-Werte Index gegenüber der chinesischen Festland-Börse – die kaum Tech-Werte enthält – zeigt den Einfluss der Regulierung und dass andere Faktoren wie die weniger expansive Geldpolitik, eine nachlassende Konjunkturdynamik und lokale Corona-Ausbrüche lediglich eine untergeordnete Rolle gespielt haben.

5. Günstige Einstiegsgelegenheit am chinesischen Aktienmarkt?

Nach den heftigen Kursverlusten bei chinesischen Aktien fragen sich viele Anleger, ob nun eine Erholung bevorsteht. Immerhin erscheinen verschiedene chinesische Tech-Aktien überkauft und gemessen an gängigen Bewertungskennzahlen sind sie nun günstig zu haben. So kommt Alibaba nach dem Kursrutsch der vergangenen Monate auf ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 (basierend auf den Gewinnen der letzten 12 Monate), während Investoren für den US-Konkurrenten Amazon das 67-fache des Gewinns zahlen müssen. Auch gemessen an betriebswirtschaftlichen Kennzahlen sticht Alibaba den US-Konkurrenten aus. Die operative Marge für Alibaba belief sich 2020 auf 15,6%, während Amazon lediglich auf 13,2% kam. Es ist zwar absehbar, dass sich die Eingriffe der kommunistischen Partei auf die Profitabilität und die Wachstumsaussichten der Tech-Konzerne negativ auswirken werden, die Geschäftsmodelle der meisten Firmen – abgesehen vor allem von den Online-Bildungsanbietern – sind aber weiter intakt. Alibaba dürfte beispielsweise erheblich davon profitieren, dass 45% der weltweiten E-Commerce-Transaktionen in China stattfinden (McKinsey-Schätzung) und dass die Volksrepublik noch jahrelang der Markt mit dem stärksten Wirtschaftswachstum bleiben dürfte.

Es dürfte auch nicht im Interesse der Parteispitze sein, die heimischen Internet-Konzerne durch Regulierung zu ruinieren. Um Investoren zu beruhigen, haben die Staatsmedien wiederholt und zuletzt Anfang September versichert, dass sich an ihrer Unterstützung für den Privatsektor nichts geändert habe. China will sich vor der Welt als führende Industrienation präsentieren und die Tech-Konzerne sind – wie oben bereits erwähnt – in vielen Zukunftsfeldern engagiert. Zudem könnte – aufgrund des hohen Gewichts des Tech-Sektors – ein zu fester regulatorischer Griff die Wachstumsziele der Regierung gefährden.

Allerdings gehen Anleger bei einem Investment in den chinesischen Markt weiterhin ein hohes regulatorisches Risiko ein und das Risiko beschränkt sich nicht auf die Tech-Branche. In einem Kommuniqué gab die Kommunistische Partei jüngst bekannt, dass die Behörden an neuen Gesetzen in den Gebieten nationale Sicherheit, Technologie und Monopole arbeiten, die Firmen aus den Sektoren Nahrung, Gesundheit, Technologie, Finanzen und Versicherungen

Nach der Kurskorrektur erscheinen chinesische Tech-Werte günstig bewertet.

Es ist nicht im Interesse der Regierung, die Internet-Riesen zu ruinieren.

Anleger setzen sich bei chinesischen Tech-Aktien weiterhin einem hohen regulatorischen Risiko aus.

betreffen könnten. Aber die vergangenen Monate haben gezeigt, dass sich Anleger nicht darauf verlassen könnten, dass die staatlichen Eingriffe auf diese Sektoren begrenzt sind. Auch die Bereiche Wohnen und Bildung sind bereits in den Fokus der Regulierungsbehörden gerückt und weitere Bereiche könnten folgen. Lediglich in den Sektoren, die durch die nationalen Entwicklungsziele gefördert werden, wie die Entwicklung von „hard-tech“ (u.a. Computer-Chips, Robotik, Medizintechnik, Umwelttechnologie) und den erneuerbaren Energien ist das regulatorische Risiko überschaubar.

Ein zusätzliches Risiko für Anleger ist die Gefahr, dass die American Depositary Receipts (ADRs), also das von europäischen und US-amerikanischen Anlegern bei Investitionen in chinesische Unternehmen typischerweise benutzte Vehikel, von den US-Börsen genommen werden könnten. Damit könnte China die Offenlegung sensibler Daten vermeiden, Aktionäre hatten bei diesem Schritt allerdings das Nachsehen.

Ein zusätzliches Risiko für Anleger besteht bei einer Investition in ADRs.

Letzlich ist ein Investment in den chinesischen Markt ein schwer kalkulierbares Risiko. Weder der Zeitpunkt noch der Umfang von regulatorischen Maßnahmen ist vorhersehbar und erscheint häufig willkürlich. Anleger, die dieses Risiko nicht scheuen, sollten den chinesischen Tech-Markt sowie die oben genannten, für Regulierung besonders anfälligen Branchen zumindest so lange meiden bis die Regulierungswelle wieder abflacht. Bislang gibt es im Wochentakt neue Initiativen und ein Ende der Regulierungsoffensive – und damit ein Ende der Unsicherheit für die Aktienmärkte – ist nicht in Sicht. Auch wenn einzelne Segmente kurzfristig überverkauft erscheinen, dürfte eine Aufwärtsbewegungen begrenzt bleiben, solange die regulatorische Unsicherheit bleibt.

6. Fazit

Die beispiellose Regulierungskampagne der chinesischen Regierung besitzt – positiv betrachtet – das Potenzial, die gesellschaftlichen Ungleichheiten zu reduzieren, den Wettbewerb zu erhöhen und die Verbraucherrechte zu stärken. Auf der anderen Seite besteht aber die Gefahr, dass eine exzessive Regulierung die wirtschaftliche Dynamik ausbremsen wird. Die Liste der Risikofaktoren für die chinesische Volkswirtschaft, die bislang vor allem aus einer hohen Verschuldung, demographischen Problemen, einer nachlassenden Produktivität und dem Immobilienboom bestand, wird dadurch länger.

Sofern sich die chinesischen Regulatoren jedoch auf maßvolle Eingriffe beschränken und weitere schwerwiegende Maßnahmen – wie diejenigen gegen Online-Bildungsdienstleister – ausbleiben, dürften sich die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum in Grenzen halten. Die allgemeine Wachstumsabschwächung nach dem Corona-Boom dürfte dabei die Effekte der stärkeren Regulierung überlagern und auch für die deutsche Volkswirtschaft dürften sich die Auswirkungen damit in Grenzen halten.

Für Anleger ist der chinesische Aktienmarkt durch die Regulierungskampagne deutlich weniger attraktiv geworden. Vor dem Beginn der Kampagne dürften die Wenigsten das regulatorische Risiko eines China-Investments ausreichend

berücksichtigt haben. Mit den zuletzt ergriffenen Maßnahmen geht China weit über das hinaus, was europäische oder US-amerikanische Regulatoren umsetzen könnten. In China fehlt der rechtliche Rahmen, der Unternehmen und Investoren eine gewisse Sicherheit gegen staatliche oder regulatorische Willkür bietet. Die Bewertungsabschläge mit denen chinesische Tech-Aktien im Vergleich zu US-amerikanischen Konkurrenten – nach dem Kurssturz der vergangenen Monaten – nun gehandelt werden, berücksichtigt zwar das regulatorische Risiko etwas mehr, aber solange wöchentlich weitere staatliche Maßnahmen beschlossen werden, drängt sich ein Einstieg in chinesische Tech-Aktien nicht auf.