

## Widersprüchliche Signale

**Die chinesische Regierung hat für die zweite Jahreshälfte eine Großinitiative angekündigt, um Reform und Privatisierung der verbleibenden Staatskonzerne voranzubringen. Doch eine Reihe von Entwicklungen deutet darauf hin, dass es die Verantwortlichen mit dem Rückzug des Staates aus der Wirtschaft nicht so eilig haben.**

Das Zeug zu einem Blockbuster hat „Ein rauer Übergang“ nicht. Der chinesische Dokumentarfilm zeichnet die Geschichte von CNNC Hua Yuan Titandioxid nach, einem Staatskonzern aus der Rüstungsindustrie, der nach zwei geplatzten Übernahmen durch Privatunternehmen schließlich im Rahmen eines Insolvenzverfahrens die Restrukturierung und einen Neuanfang gemeistert hat. Auch wenn das kaum ein Thema fürs breite Publikum ist: „Nach einer Insolvenz kann ein Unternehmen neu ins Leben starten, wie ein Phönix“, schwärmt der Regisseur Zhou Fangsheng. Der Film, der Mitarbeitern von Staatskonzernen, Beamten und Schulklassen gezeigt wird, soll die Sorgen vor einer Insolvenz als Teil eines Neuanfangs nehmen, aber auch grundsätzlich die Vorteile von Restrukturierung und Privatisierung vermitteln.

Doch längst nicht alle Zeichen stehen in der Volksrepublik auf einen kontinuierlichen Rückzug des Staates aus der Wirtschaft. An der Börse Hongkong machten in den vergangenen Monaten eine Reihe mehrheitlich im Staatsbesitz befindlicher Konzerne mit angepassten Unternehmensstatuten von sich reden. Sie räumen der kommunistischen Partei zusätzlichen Einfluss ein – und stellen damit die Ziele der Privatisierung infrage. China Railway Group ist eines dieser Unternehmen. „Wenn der Verwaltungsrat über grundlegende Fragen entscheidet, soll er zunächst die Meinung des Parteikomitees des Unternehmens anhören“, heißt es in der überarbeiteten Satzung. Neben dem Schienentechnik- und Baukonzern thematisieren auch der Ölriese Sinopec, die Großbank ICBC, der Broker Haitong Securities und einige Stahl- und Energiekonzerne in ihren Statuten seit kurzem erstmals ausdrücklich die zentrale Rolle der Partei, „die Richtung [des Unternehmens] zu weisen“, und das „strukturiert, institutionalisiert und konkret“ zu tun. Insgesamt sind es rund drei Dutzend Firmen, die ihre Statuten entsprechend angepasst haben. Effizienz und Produktivität der Unternehmen sollten so gesteigert werden, lautet die offizielle Erklärung.

Im Kern ist der Einfluss der Partei auf chinesische Unternehmen im Staatsbesitz keine Überraschung. Parteikomitees begleiten Staatsbetriebe in der Volksrepublik seit Jahrzehnten. Doch der ausdrückliche Verweis darauf ist neu. Er überrascht umso mehr bei Unterneh-

men, die schon einen Teil ihrer Anteile über eine Börsennotiz breit gestreut haben. Investoren verstehen ihn als Dämpfer für ihre Hoffnung, dass die Regierung die Privatisierung weiter vorantreibt und der Staat sich aus solchen Unternehmen weiter zurückziehen will.

Auch drei Jahrzehnte nach Beginn der wirtschaftlichen Öffnung bleibt die Privatisierung von Staatskonzernen in der Volksrepublik zentrales Thema. Lange galt die Entstaatlichung im Land als Erfolgsgeschichte, der Staatssektor ist viele Jahre lang kontinuierlich geschrumpft. Während in den 1980er-Jahren noch vier Fünftel der Wirtschaftsleistung auf Staatskonzerne entfiel, wird ihr Anteil heute zwischen 10 und 20 % geschätzt. Privatunternehmen haben unterdessen immer weiter an Bedeutung gewonnen, tummeln sich in vielen Branchen, von Immobilien über Biotechnologie bis Internet, und haben sich eine international beachtliche Größe erarbeitet.

Doch die „Entstaatlichung“ der Wirtschaft scheint seit einigen Jahren zu stocken. Beispiel Anlageinvestitionen: Nachdem der Anteil der Staatskonzerne lange gesunken war und sich von knapp 60 % im Jahr 2004 halbiert hatte, wurde der Trend 2015 gebrochen. Zuletzt hat sich der Anteil wieder um 5 %-Punkte nach oben geschraubt. Immer noch gibt es rund 150.000 Staatsunternehmen im Land. Zwei Drittel davon sind im Besitz von Provinzen, Regionen oder Kommunen, der Rest untersteht der Zentralregierung.

Gleichzeitig sind die offiziellen Aussagen zur Privatisierung ambivalent geworden. Was auf den ersten Blick nach einem Bekenntnis zu weniger Staat aussieht, wird teilweise durch Zusatzaussagen, aber auch durch die Realität der Umsetzung relativiert oder gar ins Gegenteil verkehrt. Schon beim Start der aktuellen Reform vor vier Jahren hatte Präsident Xi Jinping ausdrücklich die bedeutende Rolle des Marktes betont. Gleichzeitig pries er aber die hervorgehobene Rolle von Staatskonzernen in Chinas Wirtschaftssystem, an der sich nach seinem Willen am besten auch künftig nichts ändern sollte.

Dabei lässt die Wirtschaftlichkeit der Staatsunternehmen klar zu wünschen übrig. Im Schnitt schafften sie 2016 eine Kapitalrendite von dürftigen 2,9 %, verglichen mit 10,2 % in der Privatwirtschaft. 30 % der Kredite

fließt ihnen zu, aus dem ebenfalls fast ausschließlich teilstaatlichen Bankensektor. In einer Reihe von Wirtschaftssektoren kommt den Firmen auch international erhebliche Bedeutung zu. Die größten 200 Staatsbetriebe vereinen 9 % der globalen Umsätze im Kohlebergbau auf sich, 6 % in der Automobilproduktion und 5 % im Bausektor.

Zeit für ein ambitioniertes Reformprogramm, mahnten die Experten des Internationalen Währungsfonds kürzlich. Die Experten schätzen, dass allein eine umfassende Privatisierung dazu beitragen könnte, Chinas Wirtschaftsleistung binnen eines Jahrzehnts um 10 % oder 1.000 Mrd. USD zu steigern.

Offiziell hat Chinas Regierung den Weg zur nächsten Runde der Privatisierung längst eingeschlagen. Schon bei seinem Amtsantritt 2013 setzte Präsident Xi Jinping die Reform der Staatsbetriebe prominent auf die Agenda. Vorschläge und Projektpakete wurden seither reichlich vorgelegt. Allein 34 Initiativen fallen in die Zuständigkeit verschiedener Ministerien und Verwaltungseinheiten. Rund 20 unterschiedliche Pilotprojekte laufen.

Für die großen Betriebe, die noch im Besitz der Zentralregierung sind, soll die formale Umstrukturierung bereits im laufenden Jahr abgeschlossen werden. Im Juli kündigte die Regierung ihre rasche Umwandlung in Kapital- oder Aktiengesellschaften an. Bis Ende September haben die 101 Unternehmen Zeit, Restrukturierungspläne bei den Behörden einzureichen. Die Firmen kommen aus den unterschiedlichsten Branchen, von der Nukleartechnologie bis zum Gesundheitssektor. Auch private Kapitalgeber sollen im Rahmen eines „Mixed Ownership Modells“ die Möglichkeit erhalten zu investieren.

Offiziell werden dabei sensible Begriffe wie „Privatisierung“ oder „Entstaatlichung“ strikt vermieden; die Verantwortlichen in den Behörden erachten sie als „in die Irre führend“. Dennoch gehen Beobachter davon aus, dass der Staat bei einer Reihe von Konzernen durchaus das Ziel verfolgt, Mehrheitsanteile zu veräußern.

Das gilt indes längst nicht für alle Konzerne im Staatsbesitz. Die staatliche Beteiligungsverwaltung State Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) hat die Betriebe in drei Gruppen aufgeteilt. Nur bei den „vollständig im Wettbewerb stehenden Firmen“ plant der Staat seinen weitgehenden Rückzug. Sie sollen zu einem Börsengang animiert oder für den Einstieg privater Investoren vorbereitet werden.

Bei einer weiteren Gruppe „strategischer, im Wettbewerb stehender Unternehmen“ soll dagegen eine Kontrollmehrheit in Staatshand bleiben, eine Privatisierung im eigentlichen Sinn also vermieden werden. Hierzu zählen Sektoren, die für die nationale Sicherheit als zentral gelten, aber auch Unternehmen, die von den Behörden als „wirtschaftliches Rückgrat“ klassifiziert werden. Wie sich die Staatsunternehmen konkret auf diese Gruppen verteilen, ist bisher nicht bekannt geworden. Nach Medienberichten sollen zu diesem Segment aber eine Reihe nationaler Champions gehören – Großkonzerne, deren Bedeutung für den Staat als so entscheidend erachtet wird, dass er sich nicht aus ihnen zurückziehen will.

Schließlich bleibt eine dritte Gruppe von Firmen mit öffentlichen Aufgaben, die darauf vertrauen kann, auch künftig vom Staat finanziert zu werden. Dazu dürften zahlreiche Verkehrskonzerne und Kulturbetriebe zählen, die zum größten Teil in Staatsbesitz bleiben werden, teilweise ergänzt durch Public-Private-Partnerships.

Beobachter rechnen damit, dass es vor einer Börsennotierung zunächst zu weiteren Fusionen unter großen Staatskonzernen kommen wird mit dem Ziel, Synergien zu heben und die Effizienz zu verbessern. So könnten weitere „Champions“ entstehen, die nicht für einen kompletten staatlichen Rückzug zur Verfügung stehen. Vorbilder für Zusammenschlüsse gibt es einige aus der jüngsten Vergangenheit: Baosteel und Wuhan Iron & Steel gehören dazu, die Fusion von China CNR und China CSR zur China Railway Group sowie das Verschmelzen der beiden Reedereien Cosco und China Shipping. In der nächsten Runde von Großfusionen soll der Fokus laut staatlicher Nachrichtenagentur Xinhua auf Energie, Schwermaschinen und Stahl liegen. Allerdings mehrten sich mittlerweile in der Volksrepublik die Zweifel an dieser Strategie, auf staatliche Anordnung solche dominierenden Einheiten zu schaffen. Gelegentlich werden die Wirtschaftsmonster als „rote Zaibatsu“ bezeichnet, in Anlehnung an die riesigen Familienkonglomerate zu Beginn der Industrialisierung in der japanischen Kaiserzeit.

Unklar bleibt auch, inwiefern SASAC darauf hinarbeitet, sich von der aktiven Kontroll- und Regulierungsfunktion zu verabschieden und auf die Position eines Finanzinvestors zurückzuziehen. Eine Weile galt die Beteiligungsgesellschaft Temasek, in der der Stadtstaat Singapur viele seiner Beteiligungen gebündelt hat, als Vorbild für die chinesische Behörde unter Xiao Yaqing. Zusätzlich zu SASAC wurden einige Staatskonzerne ausgewählt, um Aufgaben als Beteiligungsholding zu

30. August 2017

übernehmen, als sogenannte State Capital Investment and Operation Companies (SCIO). Das Bergbauunternehmen Shenhua zählt dazu, Minmetals und der Mischkonzern China Merchants Group.

Inzwischen ist deutlich geworden, dass Temasek keineswegs die Richtung vorgibt. Die SCIOs sollten nicht vorrangig darauf hinarbeiten, mit ihren Beteiligungen Gewinne zu erarbeiten, heißt es von Regierungsbeamten. Vielmehr sollten sie sich als strategische Fonds verstehen, die Seed-Finanzierung in Branchen übernehmen, an denen die Regierung ein besonderes Interesse hat. Alternative Energien, Biotechnologie und Informationstechnologie zählen dazu.

Xi unterstrich im vergangenen Herbst erneut die Bedeutung staatlichen Durchgreifens: „Die Führung von Staatskonzernen durch die Partei ist ein grundlegendes politisches Prinzip, und auf diesem Prinzip müssen wir bestehen.“ Oder auch: Staatskonzerne „sind der wichtigste Faktor, um die Stärke unseres Landes zu steigern und die Interessen des Volkes zu schützen.“ Das liest sich, als seien Markt und Wettbewerb lediglich als Hilfsmittel willkommen, um Unternehmen zu besserem Wirtschaften zu verpflichten. Letztlich sollen sie dem Staatsapparat so noch besser dienen, als Vorbilder im eigenen Land und als Fahnenträger im Ausland.

Angesichts dieser widerkehrenden Kehrtwendungen und widersprüchlichen Signale zum Rückzug des chinesischen Staates bleibt die Gemengelage zur Privatisierung unklar. Damit ist weiterhin offen, wie die nächsten Schritte der Privatisierung aussehen könnten.

Während einige Beobachter Aussagen der Führung wie die Zitate Xis als tiefsitzendes Misstrauen gegenüber der Privatwirtschaft in Chinas Führung interpretieren, verweisen andere auf praktische Gründe, warum die nächste große Privatisierungswelle noch zurückgehalten wird. Als eine Hauptursache wird die Verschuldung angeführt. Seit der Finanzkrise sind die Verbindlichkeiten der Unternehmen im Land kontinuierlich gestiegen, von rund 150 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008 auf über 250 % heute. In einem ersten Schritt sollen die Konzerne daher zunächst auf einen Abbau der Schulden verpflichtet werden, so dieser Erklärungsansatz.

Wiederholt wies Xi in den vergangenen Monaten darauf hin, dass finanzielle Stabilität auch entscheidend sei für die nationale Sicherheit. Und Anfang August stand in

einer Direktive des Finanzministeriums zu lesen, dass Staatskonzerne sicherstellen sollten, dass „geplante Projekte finanziell machbar seien, bevor sie Entscheidungen treffen.“

Strikte Vorgaben sind dabei längst nicht mehr auf staatseigene Betriebe beschränkt. Auch eine Reihe großer Privatkonzerne ist ins Visier der Regierung geraten, darunter die Mischkonzerne HNA, Fosun und Dalian Wanda sowie der Versicherer Anbang. Ihnen wird vor allem ihre expansive Übernahmestrategie im Ausland vorgeworfen. Von 230 Mrd. USD, die chinesische Konzerne seit Anfang 2016 für Akquisitionen außerhalb der Landesgrenzen ausgegeben haben, entfällt über ein Viertel auf diese Gruppe. Daraus ergeben sich zwei grundlegende Punkte. Erstens drückt der Abzug von Kapital aus dem Land auf den Wert des Yuan: Im Januar sanken die Währungsreserven der People's Bank of China unter 3.000 Mrd. USD, ein Abschmelzen um 1.000 Mrd. USD binnen 18 Monaten. Zweitens wird ein großer Teil der Akquisitionen über die halbstaatlichen Banken im Inland finanziert. Schwächeln die übernommenen Einheiten, wird der Abbau der Verschuldung weiter erschwert.

Zu den Ursachen des Hineinregierens bei den privaten Großkonzernen kursieren in der Volksrepublik unterschiedliche Theorien. Politische Unstimmigkeiten zwischen rivalisierenden Fraktionen innerhalb der kommunistischen Partei sind ein weit verbreitetes Erklärungsmuster genau wie der Ärger Xis über die anhaltende Kapitalflucht durch vermögende Privatleute. Abseits dieser Theorien gilt als nicht ausgeschlossen, dass es vorrangig um ein Aufräumen im Finanzsektor geht. Als „regulatorischer Sturm“ wird das Vorgehen beschrieben, zu dem das Schließen von finanziellen Schlupflöchern ebenso gehört wie das Ausmerzen von Insiderhandel oder die massive Schuldenreduktion.

Optimisten halten ohnehin noch eine andere Erklärung für die Zurückhaltung bei der Privatisierung für wahrscheinlich. Sie sind überzeugt, dass Xi Härte zeigen müsse vor dem großen Parteikongress im Oktober, bei dem er nicht nur die künftige Zusammensetzung des Zentralkomitees beschließen wird, sondern auch seine Nachfolge ab 2022 festlegen dürfte. Wenn seine Autorität erst fest verwurzelt sei, könne Xi endlich die Reformen starten, von denen er bereits zu Beginn seiner Amtszeit gesprochen habe. Womöglich der Stoff für einen nächsten Dokumentarfilm.

30. August 2017

### **Metzler Asset Management**

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32  
Telefax (0 69) 21 04 - 13 50  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler-fonds.com

### **Ihr Ansprechpartner**

Dr. Rainer Matthes  
Geschäftsführer  
Metzler Asset Management GmbH  
Telefon (0 69) 21 04 - 2 52  
RMatthes@metzler.com

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.