

**h e g**

Haute école de gestion  
Genève

**Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?**

**Bachelor Project submitted for the degree of  
Bachelor of Science HES in International Business Management**

by

**Manon PAZMANDY**

Bachelor Project Mentor:

**Frédéric RUIZ**

**Geneva, June 3<sup>rd</sup> 2022**

**Haute école de gestion de Genève (HEG-GE)**

**International Business Management**

## Disclaimer

This report is submitted as part of the final examination requirements of the Haute école de gestion de Genève, for the Bachelor of Science HES-SO in International Business Management. The use of any conclusions or recommendations made in or based upon this report, with no prejudice to their value, engages the responsibility neither of the author, nor the author's mentor, nor the jury members nor the HEG or any of its employees.

# Acknowledgements

Through these acknowledgments, I would like to thank all the people who have participated in the development of this work in any way.

I would first like to thank my mentor, Mr. Frédéric Ruiz without whom this work would not have been possible. For his availability, supervision, guidance, support, precious advice, and for believing in my subject idea.

For his unfailing support, I would also thank Mr. Daniel Navarro. For motivating me during difficult times and always pushing me to do better.

I am sincerely grateful to all the interviewees for their time and consideration. Their responses and views were crucial to the development of this work. Moreover, all the insights brought to the subject helped me to see my research project differently.

Lastly, I would also like to thank my partner, family, and friends for their undeniable encouragement, and help throughout this work.

# Executive Summary

Chinese high growth non-state-owned companies have been impacted at the end of 2020 and throughout 2021 by Chinese government reforms. Following the “Common Prosperity” path, Xi Jinping wants to reduce inequalities in Chinese society while focusing on the lower middle class to be more involved in economic life through consumption and income spending.

Not only Chinese technology, internet, and e-commerce companies were affected by the reforms implemented but also transportation, gaming, and private education firms. Indeed, the monopoly these companies had in their industries, the amount of private data collected, and the non-compliance with the laws on private tutoring, gaming, cybersecurity, data security, listings, advertising, pricing, and mergers and acquisitions prompted the Chinese government to take action.

The objective of this research is to determine whether the recent strict governance of China over its growing and powerful enterprises has changed the sentiments and the perceptions of risk within the investment professional community. Based on the interviews of experts who have been selected following specific criteria, questions regarding Chinese governmental risks, perceptions on these risks, change in perception, opinions on the reforms implemented and their impact, change in investment strategy, investments for 2022, and regulatory risks were asked of them.

This research proved that most of the experts interviewed did not change their perceptions and sentiments of risk. At one time these restrictions have been negatively or surprisingly perceived by the investors and affected some perceptions due to the circumstances. But also due to the rapid and strict way these reforms were implemented without considering the impact on investors. The companies affected have seen their performance plummet as a result of a massive sell-off in these stocks.

Even though experts have assessed a rather high Chinese regulatory risk, the investment professional community remains very positive. No expert has considered for the coming years reducing their exposure to China following this event. The professional investors with their great knowledge of the country, see rather a great future potential.

# Contents

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community? .....	
Disclaimer .....	i
Acknowledgements .....	ii
Executive Summary.....	iii
Contents.....	iv
List of Tables.....	vi
List of Figures .....	vi
1. Introduction .....	1
2. Literature review .....	2
2.1 History of China.....	3
2.2 Chinese markets & world indices.....	6
2.2.1 Mainland stock exchanges.....	6
2.2.2 Price evolution.....	6
2.2.3 Weight in world indices .....	7
2.2.4 Weight in emerging market indices.....	9
2.3 Risks and Opportunities of investing in China.....	9
2.4 “Common prosperity”.....	10
2.5 Regulatory announcements by Chinese institutions.....	12
2.6 Impacts on non-state-owned Chinese companies .....	14
3. Methodology.....	17
4. Results .....	19
4.1 Interviews data.....	26
5. Discussion & Findings.....	27
5.1 Governmental risks .....	27
5.1.1 Sentiments and perceptions .....	28
5.1.2 Change in perception or evolution .....	28
5.2 Chinese reforms .....	30
5.2.1 Impacts on financial investments.....	30
5.2.2 Sentiments and perceptions on extended restrictions .....	31
5.3 Reforms impact .....	33
5.3.1 Change in investment strategy .....	33
5.3.2 Expected return & exposure .....	34
5.3.3 Reactions to the first drop in value stocks.....	35
5.4 Chinese investments in 2022 .....	36
5.5 Chinese regulatory risk .....	36
5.6 Summary of findings.....	37
6. Conclusion .....	38

<b>Bibliography .....</b>	<b>40</b>
<b>Appendix 1: China crackdown list.....</b>	<b>46</b>
<b>Appendix 2: Interview document .....</b>	<b>47</b>
<b>Appendix 3: Interview with expert A – transcript.....</b>	<b>52</b>
<b>Appendix 4: Interview with expert B – transcript.....</b>	<b>62</b>
<b>Appendix 5: Interview with expert C – transcript.....</b>	<b>69</b>
<b>Appendix 6: Interview with expert D – transcript.....</b>	<b>75</b>
<b>Appendix 7: Interview with expert E – transcript.....</b>	<b>79</b>
<b>Appendix 8: Interview with expert F – transcript .....</b>	<b>84</b>
<b>Appendix 9: Interview with expert G – transcript .....</b>	<b>88</b>

## List of Tables

Table 1: Interviews data.....	26
-------------------------------	----

## List of Figures

Figure 1: Shanghai Shenzhen CSI 300 index 2002-2022 .....	7
Figure 2: Number of Chinese companies in the Bloomberg World Index .....	7
Figure 3: The 15 largest weights of Chinese companies in the index.....	8
Figure 4: Ratios of the 15 largest weights of Chinese companies in the index.....	8
Figure 5: Common Prosperity policies .....	12
Figure 6: Annual revenue of the internet economy in China from 2013 to 2019, with estimates until 2022.....	15

# 1. Introduction

From December 2020 to today, after years of impressive growth of Chinese non-state-owned technology companies (also including internet, e-commerce, delivery, after-school tutoring, property, and gaming), the Chinese Communist Party decided to impose rules and regulations to specific industries. The CCP intended to fight abusive monopolies, tackle personal data gathering, irregularities in merger deals, non-compliance with intellectual property law, China pricing law, cybersecurity law as well as advertising law (Zhang 2022). Therefore, there has been market volatility as investors fear the risk of imposing reforms. Of course, investing in emerging markets, necessarily include political, economic and currency risks but also high growth and potential investments (Pinkasovitch 2022).

The implementation of guidelines first occurred in 2021, through the transition leading up to the 13<sup>th</sup> and the 14<sup>th</sup> Five Year Plan of the People's Republic of China and the application of the concept of "common prosperity". The country wants to reduce its carbon emission, to put innovation at the heart of modern development and to provide a better access to everyone to public health and education. Moreover, the Chinese government wishes to intensify household consumption, particularly the low to middle class to expand domestic demand. What Xi Jinping cares about is the reduction of wealth inequalities, living standards and the imbalance between rural and urban areas (Asian Development Bank 2021).

So, has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiment and perceptions of risk within the investment professional community?

To address this research question, it is paramount to first understand the history of China. With its sense of historical humiliation but also with its extraordinary expansion becoming the world's second largest economy. But also, with its various presidents and their own ideologies and policies who built the country to become today the most important trading nation and the world's third-largest country. To provide concrete answers to the research question, seven interviews were conducted with professional investors from diverse institutions. The interview questions focused mainly on Chinese governmental risk, the perceptions and sentiments of investors, the impact of the reforms on their investments and the changes implemented following these restrictions.



## 2. Literature review

The intervention of the Chinese government in all aspects of its economy is under public scrutiny. In August 2021, a new reform on data security was introduced which was added to the anti-monopoly laws already imposed on companies a few months before (Bloomberg 2021). The State Administration for Market Regulation (SAMR) started in 2008 with a guidance applicable AML to digital platforms. The anti-monopoly law was reintroduced in 2020 to enforce severe actions and in 2021 to establish a new regime for “platform economy” industries (Zhan 2021). The political risk that followed the implementation of the regulations is different compared to other countries. It is well-known that significant measures can happen at any time and at the will of the Party.

Many companies from different industries have been impacted. Those reforms focused mainly on technology companies linked to e-commerce, gaming, and social media. On education such as private tutoring companies and the profit motive, and also on cryptocurrency and real estate to avoid speculation and reduce housing prices.

All these reforms have a specific purpose and are covered under the concept of “common prosperity”. Xi Jinping wants to separate China from the years of “humiliation” and the upheavals that it suffered through many events such as the Cultural Revolution in the late 1960s, and to develop the inclusive growth of the country. China is currently seeking to rectify the growing asymmetry in the performance revenue sharing between capital and labor, as well as strengthen equality of opportunity through fair competition and stimulate the development of Chinese capital markets.

Some articles already exist about the Chinese power and control over its enterprises, as well as studies explaining the government targets practices of companies that may threaten the party’s rules and regulations.

*“The document, jointly issued by the State Council and the Communist Party’s Central Committee and published via the state-run Xinhua news agency, promises new laws to strengthen government supervision over a host of key areas including national security, antitrust, data privacy, food safety, and environmental protection.”* (Chandler 2021)

In a way, these companies also impact the well-being of the Chinese population (Chandler 2021), indicating expensive high-tech products and high education costs which puts a strain on the budget of the middle class (Browne 2021).

In parallel, facts and news on China’s political uncertainty, political risk, and global governance are also available (Quer, Claver, Rienda 2012).

However, the impact of recent state initiatives on professional investors and the changes it has implied have not yet been clarified. Since the end of 2020, the reforms have had a significant impact on those high growth non-state-owned enterprises particularly the big Chinese technology companies.

According to Goldman Sachs Inc words and JPMorgan Chase & CO analysts, specific Chinese stocks could be “uninvestable”. Indeed, due to the restrictions implemented by the Chinese government, clients are wondering if the stock market of the country is still safe (Elbahrawy 2021) (Horta e Costa 2022).

In my view, the recent materialization of fears and the incurring awareness of risk by investors had been ignored in the previous years because of the phenomenal growth of sectors. For some months now, the risk of investing in Chinese companies has resurfaced and fund managers now find themselves facing a lack of transparency from the Chinese government that may influence all their actual thoughts and feelings (Cheng 2021).

A gap is detected in the literature regarding the recent events of China’s crackdown on different sectors of its economy and the change it involves for the investment professional community. As well as the understanding of the evolution of risk assessment due to the lack of transparency and clarity from the Chinese Communist Party related to regulatory developments (Ahern 2021).

To understand whether the sentiments and perceptions of professional investors have evolved regarding the regulatory risk, it is paramount to understand specific Chinese topics. Key themes which are directly linked with the environment surrounding investments in China in 2021 are described below.

## **2.1 History of China**

The last dynasty before the creation of the People’s Republic of China in 1949 was the Qing dynasty. After having imposed their political regime, the empire started with a prosperous time until the economic and political stability was replaced by internal conflicts and foreign predation. In 1850, rebellions began and were followed by the first Sino-Japanese conflict, a weak economy with corruption, some extreme protests, and calls for the revolution which extinguished the empire (Van der Merwe 2021).

Between the years 1912 to 1949, the Republic of China faced the fall of the imperial regime, political and military instability as well as civil wars, including the invasion of Japan in 1935. The People's Republic of China was declared on the 1<sup>st</sup> of October of 1949 under the reign of the communist Mao Zedong. The first task for the government after the foundation of the PRC was to restore and develop the national economy.

The birth of the PRC also marked the end of a century of invasions and civil wars. The previous years as mentioned, were also characterized by famines, corruptions, unequal treaties, rebellions, loss of power on territories and strong foreign powers control (Cigh 2019) (Kaufman 2011).

Between the years of 1950-78, the focus was on the modernization of China, the establishment of a socialist society with the division of land, the collectivization of agriculture, and the development of industrialization. Therefore, China has chosen to form a centralized mono-system of public ownership and a planned economy (Wu, Sui, Zheng 2014). At this period the Soviet Union was the model for the country as well as its greatest ally and financial support (Feertchak 2017).

However, all these reforms for the expansion of China, made rural owners lose their land for the collectivization, the production of agricultural products was too low to be able to export the food and heavy industry workers lacked to grow the production to the desired levels. Therefore, Mao decided to introduce his own socialist economic model named "Great Leap Forward" to replace the Soviet model (Simple History 2020). Nonetheless, this model failed abruptly, and the country soon fell into starvation and economic collapse. Mainly due to the withdrawal of Soviet support, the climate change which impacted agriculture, and the shift of workers from rural communes to industries (The Editors of Encyclopaedia Britannica 2020). During these years, the maintenance of such policies kept the economy of China in poverty and inactivity (Morrison 2019).

After the death of Mao in 1976, Deng Xiaoping took over China with the idea of maintaining a political framework of communist dictatorship while modernizing the country. "Market-based" socialism started, with the growth of small and private enterprises as well as the opening up to foreign trade and investments.

China finally achieved its economic independence in the late 20th century. Since then, the Chinese economy has begun its recovery and significant economic development (Wu, Sui, Zheng 2014). An impressive start of economic development that is still expanding today. After 40 years of development with around 10% growth every year since 1990, China is becoming the factory of the world and the world's largest exporter.

Several other presidents have taken over the leadership of the country while continuing the economic development of China. The country becomes even the second-largest economy in the world and joined several international organizations such as the OMC in 2001 and WTO in 2000 (Feertchak 2017).

China attracts the attention of the world thanks to an economic boom driven by institutional reforms, an opening up to the outside world, and a development of markets for capital and technology. With the future desire to create a more developed economy, science, and education, a better democracy as well as a more harmonious society with better conditions of life for the citizens (Wu, Sui, Zheng 2014).

Elected in 2013, Xi Jinping is the current president of the People's Republic of China and considered to be similar to Mao Zedong but arguably with a more authoritarian government (Feertchak 2017). This has meant putting the power of the Communist Party back at the center of the economy while focusing on domestic businesses as well as the strengthening and expansion of a socialist system (Schuman 2021).

When Xi Jinping took over as President, China was arguably at the height of economic growth and social contentment. China was one of the biggest exporters as well as the biggest trading country, considered to be the world's second-largest economy. Not only did it put pressure on him to keep the country in its leading position, but also to continue its expansion.

However, being strict on the willingness of reestablishing the old greatness through severe regulations and policies, the president faced many challenges. The country encountered, in recent years, the Hong-Kong protests as well as US-China trade tensions which had a strong impact and forced China in 2021 to implement anti-foreign sanctions law. Therefore, China saw its economic growth slowing down, and in some years even touching the lowest levels.

Facing also different challenges inside the country such as growing wealth inequalities, corruption, and an aging population, his primary goals when he took over were and still are today the "common prosperity", and the increase of the financial means of the middle class. To put in place his reforms, the new president enforced the role of the Communist Party in the governance of China (Bader 2016). In 2018, Xi Jinping has even put an end to the presidential limit allowing himself to stay in power in China for life and to seek a third term for 2023 (Roberts 2021) (Buckley, Wu 2018).

## **2.2 Chinese markets & world indices**

### **2.2.1 Mainland stock exchanges**

There are currently two stock exchanges on China's mainland, the Shenzhen Stock Exchange (SZSE) and the Shanghai Stock Exchange (SSE). Very recently, in 2021, Xi Jinping announced the establishment of a 3rd one, the Beijing Stock Exchange (Huld 2021a).

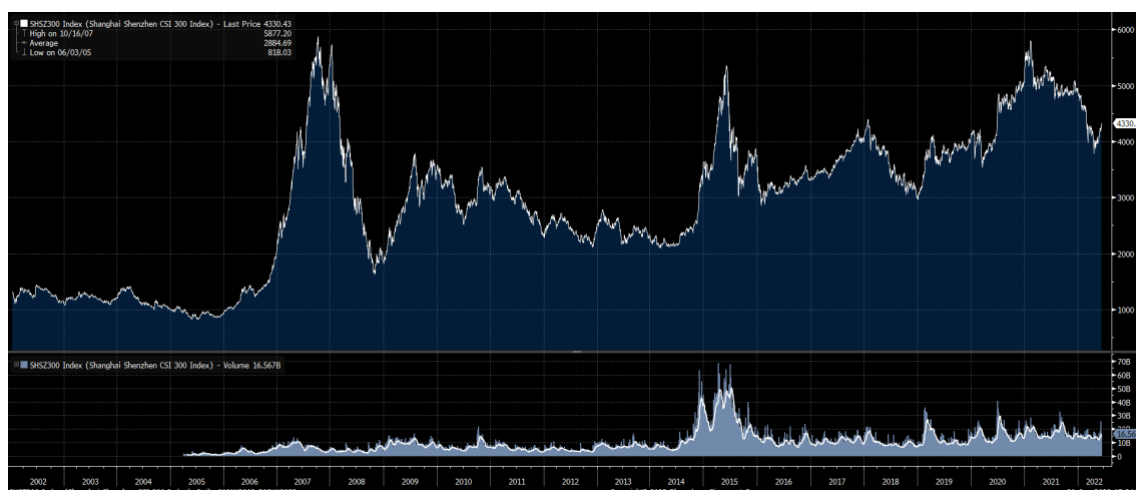
Shanghai Stock Exchange is the first and the largest in the country. In the 1860s stocks started to be traded in the city, but the stock exchange was actually established in November 1990 (Shanghai stock exchange 2019). Ranked 3rd in terms of total market capitalization just after the NYSE and the NASDAQ, the Shanghai Stock Exchange is converting into one of the most important exchanges worldwide. The exchange is as well the largest in Asia with a market capitalization of USD 6.64 trillion (TradingHours.com 2022a).

Shenzhen Stock Exchange was established in December 1990 (Shenzhen stock exchange no date) just after Shanghai. It is the 7th largest stock exchange in the world (Huld 2021a) with a market capitalization of USD 4.54 trillion (TradingHours.com 2022b).

### **2.2.2 Price evolution**

The Shanghai Shenzhen CSI 300 Index represents 300 A-shares stock listed on the two stock exchanges of China's mainland. It has been chosen to analyze the evolution of prices. Since 2002, the index has faced nine years of negative performance and ten years of positive. The highest growths were visible in 2006 and 2007 due to significant events as well as a market boom (Yao, Chen 2008). In 2008, the index face its biggest loss due to the financial crisis, indeed exports have been highly impacted (Li, Willett, Zhang 2012). Regarding the dividends, the return for 2021 amounts to 514%, double of 2010 (Bloomberg).

**Figure 1: Shanghai Shenzhen CSI 300 index 2002-2022**



### 2.2.3 Weight in world indices

To evaluate the weight of China in the world indices, the Bloomberg world index was chosen to be the reference. Bloomberg world's large & mid-cap has a market capitalization of 55.85 trillion and 2942 companies. In this index, in 2016, China was represented by 148 companies, in 6 years it has more than tripled. The impressive growth is perceivable between 2018 and 2019 (Bloomberg).

**Figure 2: Number of Chinese companies in the Bloomberg World Index**

	12/30/2016	12/29/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	6/20/2022
China	148	159	167	482	569	547	541

Source: Bloomberg

China's percentage part of the index is 5.45% with 541 companies. The Chinese 15th biggest positions represent 2.06% of the index. Most of these large companies are the best-known enterprises affected by the 2021 Chinese reforms. The position of Tencent is the largest of all Chinese enterprises represented in this index (0.51%), followed by Alibaba and Meituan (Bloomberg).

**Figure 3: The 15 largest weights of Chinese companies in the index**

	# (P)	% Wgt	Market Value
WORLD	2'942	100.00	55'993'604
China	541	5.45	3'051'031
1	TENCENT HOLDINGS LTD	0.51	283'522
2	ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	0.34	192'229
3	MEITUAN-CLASS B	0.19	103'678
4	KWEICHOW MOUTAI CO LTD-A	0.18	102'089
5	JD.COM INC-ADR	0.13	75'427
6	CHINA CONSTRUCTION BANK-H	0.12	64'994
7	CONTEMPORARY AMPEREX TECHN-A	0.09	49'406
8	IND & COMM BK OF CHINA-H	0.08	44'589
9	BAIDU INC - SPON ADR	0.07	38'490
10	BANK OF CHINA LTD-H	0.06	32'596
11	CHINA MERCHANTS BANK-A	0.06	34'272
12	NETEASE INC-ADR	0.06	36'316
13	NIO INC - ADR	0.06	31'259
14	PINDUODUO INC-ADR	0.06	31'635
15	BYD CO LTD -A	0.05	25'963

Source: Bloomberg

8 out of these 15 companies were already present in 2016 in the index. Tencent has always been among the largest Chinese enterprises. For example, Meituan was only added to the index in 2019 and Pinduoduo in 2018 (Bloomberg). In 2019, the fifteen enterprises mentioned weighted 1.86% of the index and increased to reach 2,06% in 2022.

### 2.2.3.1 Market capitalization & P/E

**Figure 4: Ratios of the 15 largest weights of Chinese companies in the index**

	Div Yld	P/E	P/CF	P/B	Debt/Equity	Current Ratio	Market Cap	
China	2.33	14.09	8.44	1.56	160.40	1.33	10'397'346	
1	TENCENT HOLDINGS LTD	0.43	15.03	19.07	3.41	43.58	454'513	
2	ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR		14.21	12.99	1.96	14.90	277'164	
3	MEITUAN-CLASS B				7.72	51.15	2.23	157'078
4	KWEICHOW MOUTAI CO LTD-A	0.99	43.76	41.60	11.80	5.95	5.98	364'522
5	JD.COM INC-ADR	1.90	94.89	14.63	3.29	25.74	1.32	101'873
6	CHINA CONSTRUCTION BANK-H	7.11	3.81	2.88	0.46	171.69		177'032
7	CONTEMPORARY AMPEREX TECHN-A	0.05	75.96	30.57	13.78	178.89	1.09	176'410
8	IND & COMM BK OF CHINA-H	5.66	4.99	1.39	0.50	139.04		238'876
9	BAIDU INC - SPON ADR		29.70	18.19	1.22	43.16	3.10	48'318
10	BANK OF CHINA LTD-H	7.83	3.51	1.68	0.39	261.12		134'003
11	CHINA MERCHANTS BANK-A	3.16	8.10		1.31	194.14		150'882
12	NETEASE INC-ADR	1.27	24.93	17.20	4.19	26.47	2.30	61'194
13	NIO INC - ADR				6.23	65.09	2.02	34'697
14	PINDUODUO INC-ADR		40.04	21.14	6.51	19.48	1.89	74'599
15	BYD CO LTD -A	0.04	207.39	9.77	7.80	34.46	0.92	134'834

Source: Bloomberg

As most of these companies are growth stocks, the P/E ratios are relatively high. Most of the companies with low P/E ratios are state-owned such as Bank of China LTD, Ind & Comm BK of China, and China Construction Bank. Moreover, relative to their stock prices, the three state-owned enterprises mentioned before, pay out the highest dividends. Concerning the free float market capitalizations, Tencent has the largest value followed by Kweichow Moutai which is a company operating in the wine industry (Forbes

2022). Indeed, these enterprises are considered less risky than Baidu or Nio Inc with much lower market capitalizations.

#### **2.2.4 Weight in emerging market indices**

The MSCI Emerging market index represents the large and mid-capitalization of 24 emerging economies. In May 2022, China represents the biggest position in the MSCI Emerging Market index, with 30.78% (MSCI 2022a). Compared to ten years ago, in 2012 were China weighted only 17.85% of the index. In ten years, China has increased its place by 42%. And in 2002, it only corresponded to 6.62%. In 2020, China's weight even touches the highest, 40.95% of the MSCI EM index (MSCI 2022b). Indeed, in the last ten years, the "Belt & Road Initiatives" plan as well as the "Made in China 2025" program, have boosted international trade and increased investment in the manufacturing sector, pharmaceuticals, aerospace, robotics, and artificial intelligence (Ghosh 2019). the growing weight of China in the index is impressive as its economic growth.

### **2.3 Risks and Opportunities of investing in China**

China is one of the leading powers in the world, the biggest producer of manufacturing products, and the greatest exporter. Moreover, the country is also the home of 143 companies ranked in the Fortune Global 500 (CGTN 2021) and amongst the world's fastest-growing economies. However, the country is still considered an "emerging economy" due to its low GDP per capita and the high regional wealth disparities present in the country (Morrison 2019). Besides specific investment-related risks and opportunities than those present in all developing countries of the world those concerning the People's Republic of China will be described below.

The strong economic growth of the country highlights the capacity of China to bounce back from difficult events to turn the economy around. Very close to becoming the world's largest economy, the People's Republic of China is the second greatest holder of US government debt (Kuepper 2021). The size of the Chinese market is impressive thanks to its high Gross Domestic Product and the size of its population. Infrastructures development worldwide is an important contribution to China becoming the world's largest manufacturer. The urbanization of the country has also led to the economic expansion. Moreover, China has devoted a part of its GDP to improving research & development focusing on specific industries such as artificial intelligence, robotics, healthcare, and e-commerce with the aim to becoming the world leader. China was



ranked 1<sup>st</sup> largest country in outward foreign direct investment flows, which shows its desire for global expansion (ET Money 2022). Besides, there are plenty of different investment products in China, and its low correlation with other major financial markets makes it a well-diversified and full of opportunities nation (Gad 2022).

However, the “Red Dragon” country has also some risks when considering investment. China is above all a communist country, with its Chinese Communist Party, the sole control of the government. The governance of the country is less predictable than other emerging markets, therefore its actions can regularly be seen as surprise for investors. The enormous wealth gap in the country is also a risk. One-third of the total household fortune is held by only 1% of the richest Chinese citizens. Not only could it be very destabilizing for some investments because of the amount held by wealthy individuals, but also the wealth disparity may generate tension leading to social instability (Kuepper 2021). Moreover, with an aging population growing, with around 20% of the Chinese population being over 60 years old and a declining birth rate, the impacts on the economy, the workforce, and the global supply chain are critical (Huld 2022a).

In a few years, China may face a negative population growth, which could become the 1<sup>st</sup> major economic issue (Campbell 2019). The debt of China is another risk to take into consideration while investing there. The national debt of the country amounts to 50% of its GDP, and the debt has risen sharply in the past decade (Wu no date) (Gravitas desk 2021). Not only could it undermine the stability of China, but also its state-owned companies, and even the world’s global economy.

## **2.4 “Common prosperity”**

“Common prosperity” is a concept that first appeared in the Mao era. In the early 1980s, Deng Xiaoping reintroduce this policy through a famous slogan “Let some people and regions get rich first” which reemerged in 2012 during the 18<sup>th</sup> Party congress as an essential principle (Goh, Lachini 2021). Later, in 2021, Xi Jinping made it a slogan during a speech that characterized the new economic development of China with its set of regulations and laws. The main goal to be achieved is to reduce inequalities in Chinese society while focusing on the lower middle class to be more involved in the economic life through consumption and income spending (Roberts 2021).

The recent regulatory crackdown is based on the “common prosperity” policies that implement anti-monopoly laws, data security policies, cybersecurity regulations as well

as educational reforms, tax regulations, credit reforms and restrictions on carbon emissions (Zoey Zhang 2021). Since 2021, the implementation of this principle has been strongly enforced with around twenty distinct crackdowns (Roberts 2021). Indicated recently by the Chinese Communist Party, the priority to accomplish the “common prosperity” is the development of the country. The prosperity and wealth of the country through the expansion of the low middle-class is the first concern (Zoey Zhang 2021).





The laws of today that have the greatest impact on flourishing Chinese privately held companies are, first, data security policies that have been established regarding the use, the acquirement, and the preservation of personal information. One of them consists of a cybersecurity review by the government authorities of Chinese businesses that would hold more than one million customers. It imposed strict rules on how companies may use the data.

Anti-monopoly laws also known as anti-competitive regulations have been imposed on companies, which according to the government, prevented competition in certain markets. The authorities suspect enterprises to make exclusive dealing agreements such as restrictive amounts of purchase or production, illegal mergers & acquisitions, and to set unfair prices while abusing their powerful position.

Reforms have also impacted the educational system. Academic institutions are banned to go public, making profit from their educational activities, and receiving investments from listed companies. The strength and the success of a country can be linked to the education of its population. In China, in its culture, it has always taken a paramount role to convey the right values. Therefore, combined with regulations on the academic system, constraints have been conjointly imposed on online gaming to avoid the addiction from children to promote the intellectual development of the next generation (Zoey Zhang 2021).

Restrictions have also been imposed on real estate companies as well as “cryptocurrency” enterprises. However, the financial impact and constraints it had on those companies differ from the ones mentioned above. Regarding the real estate companies, the draft of the “three red lines” policy that was implemented in August 2020 only consists of laws to be followed but are not punishable if not respected. The instability of this industry concerned the government but actions against Chinese property developers remain particular to this sector (Huld 2022b). Concerning cryptocurrencies, the government simply banned those involving Bitcoin. Therefore, the companies affected just had to cease their activities in this domain (John, Shen, Wilson 2021).

**Figure 5: Common Prosperity policies**

Tenets	What?	How?
<b>ENVIRONMENT</b> 	(Green) Energy security and efficiency. Reach peak emissions by 2030, carbon neutral by 2060	<ul style="list-style-type: none"> <li>Develop less polluting, green energy supplies</li> <li>Increase penetration towards EVs</li> <li>Build out green/energy efficient infrastructure e.g. charging networks for EV</li> <li>Mandatory energy conservation initiatives in all institutions</li> </ul>
<b>HIGH QUALITY GROWTH</b> 	Improve labour productivity; increase R&D; develop, and grow digital economy; fair and balanced competition	<ul style="list-style-type: none"> <li>Upgrading manufacturing into more high-tech areas. Focus on advanced technologies</li> <li>Digitalise traditional infrastructure</li> <li>Control speculative demand for property</li> <li>Restore market order to ensure proper market functioning (anti-monopoly, financial regulations, commodity market)</li> </ul>
<b>REDUCE INEQUALITY</b> 	The rich-poor gap in China is the widest in many years. The end goal is to boost consumption through the uplift of the middle class	<ul style="list-style-type: none"> <li>Regulate after-school tutoring</li> <li>Secondary (taxes and transfers) and tertiary distribution (charitable donations)</li> <li>Ensure fair labour compensation and establishing a safety net</li> <li>Increase spending in public services especially in the rural areas</li> <li>Transform rural kindergarten to improve access to education</li> </ul>
<b>SELF SUFFICIENCY</b> 	The pandemic and US/China rivalry exposed China's dependence on the west for critical supplies	<ul style="list-style-type: none"> <li>Promote local champions</li> <li>Consolidation of SOEs to make breakthroughs in scientific and technological innovation</li> <li>Reshoring supply chain to be more agile and resilient</li> <li>Strengthening, protecting and subsidizing the SMEs to encourage innovation</li> </ul>

Source: Zhejiang Government, Bloomberg, Standard Chartered

Source: Standard Chartered, 2021

## **2.5 Regulatory announcements by Chinese institutions**

In 2021, several Chinese institutions have acted as spokesmen of the Chinese Communist Party to publicize measures needed to move towards the ultimate goal of “common prosperity”.

### **CBIRC: China Banking and Insurance Regulatory Commission**

It is an agency that controls and oversees banks and insurance companies in China. The institution also regulates the market in which those companies are present in order to preserve a marketplace with fair competition (CBIRC no date). In February 2021 the agency has strengthened the requirements regarding online lending by internet platforms intending to avoid any financial crisis. From January 1<sup>st</sup>, 2022, online platforms will be obliged to provide capital for 30% of the loans provided to their clients. As an example, Ant. Financials as well as its rival JD Digits, have been affected (Yiu 2021). In April 2021, with the People’s Bank of China, the CBIRC published a draft version of new regulations

---

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?  
 Manon PAZMANDY

for banking sector financial establishments. The rules include capital, leverage ratio, liquidity, and risk exposure. Following the common prosperity path, these guidelines focus on limiting all kinds of risks and requiring these companies to deal with financial problems themselves, emphasizing loan recovery and debt resolution plans (CBNEditor 2021).

#### CAC: Cyberspace Administration of China

This agency is responsible for the inspection, the security, the content regulation as well as a general control of the internet. On November 14<sup>th</sup>, 2021, the CAC issued a draft for regulations on Data Security Management. It is based on the previous guidelines on data security and personal information for companies dealing with a large amount of sensitive data. For example, internet platforms have collected a lot of personal information recently about the Chinese population. The regulation mainly focuses on cybersecurity, protection and cross-border data, and legal responsibilities (Huld 2021b). Entered into effect on the 1<sup>st</sup> of November 2021, the agency implemented the Personal Information Protection Law (PIPL). It consists of rules, rights, and obligations to follow on personal information treatment and data. Following the meeting of the National People's Congress, on September 1<sup>st</sup>, 2021, another regulation came into force concerning the data security law, focusing on cybersecurity regulation and data protection.

#### SAMR: State Administration for Market Regulation

This entity is mainly responsible for market regulation and implementing laws and rules. It supervises also anti-monopoly, intellectual property, and safety on different products and equipment (Donglu, Qu 2021). On February 7<sup>th</sup>, 2021, the SAMR issued anti-monopoly guidelines on the sector of platform economies. These guidelines reflect the apprehension of the Chinese government on the growing impact of the major internet platform companies. The regulations will prevent and obstruct online platform monopolies to take control of the platform economy and will promote a competitive and healthy environment (Fang et al. 2021). Moreover, on August 17<sup>th</sup>, 2021, draft rules were released tackling unfair competition on internet platforms and the misuse of personal data. Well-known companies such as Alibaba, JD.com, and Tencent were impacted. (Horwitz 2021). On November 26<sup>th</sup>, 2021, the regulator issued a draft of online advertising guidelines to improve its supervision. The old regulations are no longer

adequate and draft measures have been established to increase the consumer rights and protection as well as to make the platforms responsible to comply with the internet advertising rules (Zhou, Brooke 2021).

#### PBOC: People's Bank of China

The central bank of China oversees the monetary policy, the regulation of financial institutions, and financial stability. In September 2021, the PBOC announced that cryptocurrency transactions and offshore exchanges are no longer considered legal in China. Following the “common prosperity” path and the fair redistribution of the wealth of the country, China's ban on cryptocurrency goes hand in hand with its willingness to control the stability of its economy, preventing it from volatility and speculation, while avoiding capital flight (Brooke 2021a) (Shin 2022).

#### NPPA: National Press and Publication Administration

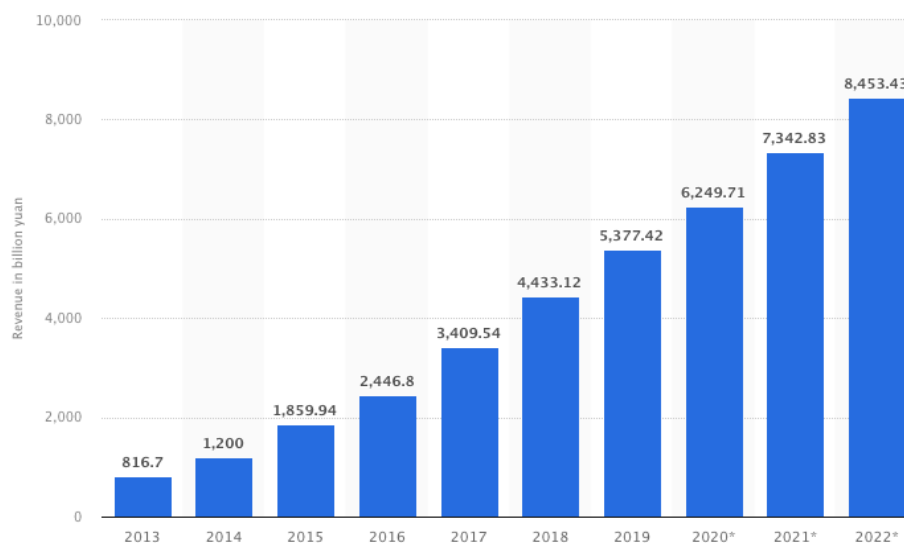
The agency controls and distributes the news on the internet or printed in China, it is also in charge of domestic video game licensing. On August 30<sup>th</sup>, 2021, the NPPA implemented a new rule to reduce the amount of time young people under 18 spend on online games. Moreover, gaming companies must ask for registration with real names and facial recognition of the gamers to be able to provide the services. The government through this law and the numerous previous ones on video games try to provide a healthier environment for children and protect their physical and mental health (Brooke 2021b).

## **2.6 Impacts on non-state-owned Chinese companies**

The flourishing non-state-owned companies that have been impacted financially by the Chinese reforms of the government are mainly internet industry enterprises.

Since 2013, revenues of internet companies have grown significantly with an average of 37% per year until 2019. Due to the strict regulations impacting those companies, the annual growth for 2021 should be much lower than expected.

**Figure 6: Annual revenue of the internet economy in China from 2013 to 2019, with estimates until 2022**



Source: (Statista 2020)

The 2021 Chinese reforms started a little earlier in November 2020 focusing on Ant group, which was 33% owned by Alibaba (Kharpal 2021), where the main activity consists of financial services. The company was fined billions of US Dollars by the Chinese government and saw its Initial Public Offering suspended which would have been one of the biggest IPO in the world for a dual listing of \$37 billion in Shanghai and Hong Kong. The company was banned from going public because of non-compliance with listing requirements.

In December, reforms started to impact Alibaba Group itself and JD.com, two dual listing companies in the US and Hong Kong markets. From then until the end of 2021, these flourishing enterprises were fined billions and thousands of US dollars for both having violated the anti-monopoly law and China’s pricing law. Moreover, Alibaba was also charged with failing to respect data security law, intellectual property law as well as having irregularities in merger deals.

Vipshop, a Chinese e-commerce company dedicated to online discount sales, listed in the US, was fined thousands of USD for violating anti-monopoly law. Indeed, this law was implemented in 2008 but has taken on its full meaning following the exponential growth of technology companies.

In March 2021, five internet companies were all at first charged for breaking up anti-monopoly laws. Their fines have increased during the year due to other reforms implementation.

---

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?  
Manon PAZMANDY

Further examples include Meituan, an e-commerce platform, that did not respect China's pricing law and faced heavy fines; Tencent had also irregularities in merger deals and was fined for violating data security law for billions of USD; Baidu was forced to pay a fine of millions of USD also for non-compliance with data security law and was given a deadline to rectify the violations; BytheDance in its case should pay thousands of USD, as well as Pinduoduo but which had violated also intellectual property law and China's pricing law; Kuaishou, another dual listing company, was punished for not respecting China's advertising law and data security law which resulted in paying thousands of USD.

In July 2021, the Education Companies were punished for not being in line the with private tutoring industry regulations and were restricted in their activities. This affected New Oriental Education, TAL Education, and Gaotu Techedu. The impact was not directly pecuniary but the restrictions on their activities have drastically reduced their profitability.

Another example is Didi Chuxing, a transportation company which saw its mobile application removed from mobile stores and was impacted by a security review just before its IPO. The reasons for those restrictions are linked to the violation of anti-monopoly law and being accused of irregularities in merger deals.

Another technology enterprise impacted by the reforms was NetEase, which is a gaming company whose new video games approvals were suspended. There was also a limitation of gaming time for its customers following new gaming rules.

In December 2021, Weibo, 40% owned by Alibaba, was fined millions of US Dollars for violating cybersecurity law and minors' protection governing law.

Finally, many more companies have been hurt by the implementation of the reforms. Some belonged to large groups such as Alibaba and many others that were not financially impacted but had to review their business plan. Indirectly hit to avoid government sanctions, those companies have also suffered from the implementation of the "common prosperity".

### 3. Methodology

In order to answer the research question, the methodology used in this report consists of an empirical method through a qualitative semi-structured study of experts including face to face interviews as well as a literature analysis.

The interviews were the most appropriate method to obtain insights and views of the investment professional community. A total of seven interviews with experts were run in March and April 2022. The face-to-face recorded interviews took place on their premises and lasted between 30 minutes and one hour. Only one out of the seven discussions happened to be online for reasons of convenience. Each interviewee was specifically chosen for his implication in Chinese investments and his/her involvement in the field of worldwide financial investments. The experts interviewed have been selected according to the following criteria: the professionals are employed at a senior level or are Chinese specialists, characterized as buy-side experts who invest with a long-term view directly or indirectly in China. For reasons of confidentiality, the names of the specialists interviewed and the company they work for will not be disclosed.

- Expert A is the Chief Economist & Strategist of a Swiss private bank with an international presence active in wealth management for private clients. He is a Chartered Financial Analyst with more than 20 years of banking and international investments experience. The private bank focuses on thematic investments in Asia.
- Expert B is the Chairman of the Board of Directors & Head of Investment Committee of a Swiss independent company that focuses on wealth and investment management, family office services, and asset management. With more than 30 years of experience. This professional investor has a thorough knowledge of the world and its historical background with a strong knowledge of emerging markets.
- Expert C is the Senior Relationship Manager of the Swiss subsidiary of an American boutique investment management firm providing specialist investment expertise. With more than 20 years of experience in sales and relationship management, the Certified International Investment Analyst has a broad knowledge of the funds offered by the boutique working closely with the Asian team.
- Expert D is the investment analyst of a United Kingdom investment management company. The professional investor was born in China, therefore the expert has a deep knowledge of the country and its government. With more than 7 years of experience in investment analysis, the expert oversees an emerging market fund.
- Expert E is the Chief Investment Officer of a Swiss family-owned banking group that offers private banking, independent manager, alternative investments, and asset management solutions. With more than 25 years of experience in asset and investment management, the Chartered Market Technician and Chartered Alternative Investment Analyst knows particularly well the world of international and Chinese investments.



- Expert F is a Senior Fund Manager dedicated to Asian Equities and thematic investments of a Swiss private bank specialized in wealth management. With more than 17 years of experience with the Asian market, the Chartered Financial Analyst and Chartered Alternative Investment Analyst manages several investment funds on Asia and China.
- Expert G is the Chief Investment Officer and Co-founder of a Swiss asset management company. Lecturer for many years in the banking and alternative investment sector, the professional investor has also more than 20 years of experience in portfolio management. The company focuses mainly on offering tailor-made mandates on emerging markets with deep knowledge of China.

The questions prepared in advance included four parts, starting with broader questions, to end with more specific ones, while always remembering the research question. The first three generals focused on the Chinese governmental risks, the perceptions, and sentiments of the interviewees on those risks, and the evolution of those perceptions in recent years. The second part of the interrogations focused on the point of view of professionals on the restrictions, the impact of these and the sentiments following the reforms expansion. Then, more precise questions were asked concerning the investment strategy of the interviewees, their return expectations, and their reactions to the first announcements. Finally, the last two topics focused on Chinese investment for 2022 and the level of Chinese regulatory risk faced by investors. Not only, did the interviews answer the specific questions, but also provided real insights into the research.

As secondary data, different reports, books, and theories were studied to conduct a deep literature analysis to provide further study for the research. It was mainly used to understand China, its history, and its evolution. Moreover, distinctive concepts such as the “common prosperity” needed to be reviewed in depth in order to identify the reasons behind the multiple reforms. Thanks to newspaper and journal articles, extensive research was also run to collect evidence on each reform implemented with a precise objective on specific industries and enterprises. And to create a summary list of the most important companies affected by the Chinese crackdown with relevant information on the impact and the fines imposed to them.

With all the evidence gathered, a synthetic and synoptic analysis of the answers of the experts was conducted, to show whether investment professionals had indeed changed their sentiments and perceptions of risk following the reforms imposed by the Chinese government on those flourishing non-state-owned enterprises. And to understand the visions of these specialists on Chinese investments and all that it implies.

## 4. Results

Based on the interviews and the data collected from the specialists, the results of each are presented below. Here are the opinions and views of the experts who responded to the interview questions to be found on the appendix.

### Expert A

According to expert A, Chinese governmental risks related to non-state-owned companies are linked to information control. The fact that certain companies started to have a strong influence in the country and that a certain amount of information with access to personal data of Chinese citizens escaped from the control of the Communist Party makes the information control the highest risk. The perception of this risk is uncertain. Information control is also seen as a violation of freedom. For him, in June 2021, the awareness regarding this risk changed due to the implementation of strict regulations. The speed of applying these rules has been greatly underestimated which has led to a major change in the discernment of the risk mentioned.

The first announcements of the restrictions impacting technology companies have been negatively perceived at first and were also seen as a reminder for the Chief Economist & Strategist of a Swiss private bank. However, as the Chinese market was expensive in January 2021, the expert sold Chinese stocks. Therefore, the impact on the investor was slightly lower than what might have been if hard-hit securities were kept. These restrictions have changed the way his investments were made. For instance, there has been a switch from ADRs to domestic shares to reduce the risk and to align with the plan of government authorities. Subsequently, it seemed for this investor that restrictions were most likely going to be extended to other industries. In his view, the lower stock prices completely reflected the economic slowdown and reaction to the imposition of the new rules. Therefore, he decided not to rush to reinvest later, to wait for more clarity, or shift to other industries.

Due to macroeconomic reasons, but not directly linked with the reforms implemented in 2021, the exposure to Chinese shares was reduced by the expert to increase bonds in the local currency. As a result of political risk, his expectation of return was altered, but performances remain reasonably good compared to the benchmark on emerging markets. When announcing the restrictions, no modifications were made by the investor to the investments thanks to the positioning he implemented in early 2021. The watchword remains for him patience and cautiousness. Nevertheless, his outlook for 2022 became positive on Chinese investment stocks.

---

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?  
Manon PAZMANDY

Finally, regarding 2022, the professional investor continued to include investments in Chinese non-state-owned in his asset allocation, and the exposure was even boosted. In fact, by reducing the global risk of portfolios, the Chinese coverage increased.

Regarding the opinion of the expert on the regulatory risk in China, he declared that this risk remains high.

### Expert B

As stated by the Chairman of the Board of Directors & Head of Investment Committee of a swiss independent wealth management company, the main risk related to Chinese non-governmental companies is governance. Indeed, corporate governance is no longer directed by corporate purpose, but by some guidelines provided by the Chinese Communist Party. Therefore, in his view, this leads to risks of transparency and reliability, perceived in the Western way of operating as very disturbing. However, the government's policy is no surprise for him as this is part of the risk inherent to China. These perceptions have not really changed in recent years, with the experience of long-term investments, there is nothing new for the investor. But China offers a real diversification and long-term growth that is not easily found elsewhere.

According to the investor, the various restrictions that have emerged on technology companies were interpreted as a straightforward power grab by the Chinese government. These regulations imposed by the government limit the freedom on companies to do business, in his view. The extension of these to other industries during 2021 came as a surprise for him, especially in the education sector because it had an anti-social dimension that was impossible to predict.

His investment strategy changed during the summer of 2021, mainly due to microeconomic reasons. As a result of the political risk, these changes made during the summer of 2021 had a financial impact. Considering the modification of the investment caused by the first declaration of the government, the reform issues impacting specific industries as well as the tight monetary policy, all of which made in his opinion Chinese investments attractive in the second half of 2021.

Finally, regarding 2022, specific sectors and not Chinese indices remain present in his asset allocation. Even though the expert evaluated the Chinese regulatory risk to be moderately high because of being an emerging market.

## Expert C

According to the Senior Relationship Manager of the Swiss subsidiary of an American boutique investment management firm, Chinese governmental risks related to non-state-owned companies are defined as the uncertainty associated with the non-visibility of government actions, transparency, volatility, and nationalism. These risks exist and are known, therefore they need to be accepted to invest in China, says the expert. Although risks of investing in China are not new for him, nevertheless, in 2021 it has been a surprise to see the number of reforms implemented. Therefore, his risk perception slightly changed in the summer of 2021.

The first announcements on technology companies appeared as a surprise for the investor C and were also mostly negatively perceived. But, over time he thought that the government policy was actually reasonable and positive for the Chinese middle class. In the short term the reforms were painful and a bit costly for the investor. On the other hand, in the medium term, it was perceived positively by him. Following the extension of the restrictions to other industries, it was less surprising for the expert as it could have been considered an addition to what happened previously. According to the professional, as the market had already fallen any further negative news was going to have less impact compared to the first announcements, and market volatility was declining.

His investments have changed during the year 2021, not related to a strategy but more specifically to certain stocks. Moreover, his modifications were also the result of microeconomic reasons and valuation risks. Therefore, in the short-term the return expectations of the investor were altered, but in the long-term, the attractiveness of China was unchanged. During the first announcements and the first falls in value, buying opportunities were not the first solution found by the Senior Relationship Manager, it was relevant to wait for a more interesting entry point.

Finally, in his view, for 2022, investments in Chinese non-state-owned enterprises remain very positive thanks to stimulus effects and buying opportunities were found in big capitalization Chinese stocks. However, the political risk of investing in China stays moderately high for him. Slightly riskier than developed countries that have greater transparency from their governments.

## Expert D

According to this investment analyst of a United Kingdom investment management company, the government unpredictability, and the lack of transparency from the Chinese government remain the principal. Indeed, in her view, it was hard to predict what the government would outline specifically and the different aspects it includes. Investing in companies where the government is very supportive is simpler to avoid any risk, in her opinion. These risks are not new to investors as government involvement has always been present. However, the media are portraying the situation differently, she said. According to the Chinese investor, the perception of the involvement of the Chinese government in business has never changed, for professional investors, there is nothing new, just more visible to everyone.

When the first announcements on technology companies started, it came as a surprise to her because Alibaba had already been impacted a few years ago. Moreover, in her view the real delisting of Ant. Financial was unexpected, as it was perceived at first to only be a frightening tactic. The adjustments made to her investment allocation were the reflection of the restrictions imposed by the Chinese government. Indeed, the companies harmed by the reforms were sold and some enterprises that in the medium term would have had a bigger impact on the financial investments were also traded. The increment restriction on gaming companies was surprising to her and therefore it has worsened the general sentiment.

In 2021, the investment strategy of the fund she manages did not change, but the asset allocation was adjusted due to macroeconomic and microeconomic reasons. The valuation of certain companies and the ability of these enterprises to generate profits and margins were also a factor of change in her view. Her investments in China continued to be filled by quality growth companies following convictions. When the first drop in values was visible as well as the first announcements, it was paramount to remain cautious because of the unknown regarding the situation. When the restrictions continued to tackle industries, losses were started to be cut by the Chinese expert and her team.

Concerning 2022, her emerging markets fund has continued to include investments in Chinese non-state-owned enterprises. In her opinion, these companies are doing quite well, it is only the environment that was challenging. However, the regulatory risk faced by investors in China remains perilous but predictable to her, evaluating it to a level slightly higher than neutral.

## Expert E

According to the expert, the main Chinese governmental risks related to non-state-owned companies, listed or unlisted are generally political and at this time precisely regulatory. However, in his view, the regulatory risk is recognized to have been exaggerated recently. The growth of these enterprises such as Alibaba compared to their market purchase price was a “non-sense” he said. Therefore, the perception has not changed in recent years, because of the relativity of the investor. However, the Chief Investment Officer of a Swiss family-owned banking group, in the summer of 2021, sold stocks because of a succession of regulations impacting large enterprises in certain sectors.

The first announcements of the government changes came as a surprise to him, especially as in 2020 when the general feeling was “super positive” about global technology companies. There was a discount for Chinese technology enterprises, but the growth rates were also impressive he explained. As stated by the expert, the post-covid exit winners of all this were these fast-growing companies in particular, US and Chinese technology enterprises. Therefore, the reforms impacting these corporations astonished investors. To avoid a more negative impact on valuation, the only position held in China was sold by the professional investor. The financial impact of the Chinese-focused ETF started at the first drops when the first announcements were made until its sales. Later in 2021, with the restrictions being extended to other companies and industries were seen as positive and important restructuring of Chinese shares for the CIO.

In 2021, his investment strategy changed mainly due to macroeconomic reasons. The risk/return dynamic was against the big companies because of a growing tax burden, an adverse monetary policy, and the regulations implemented by the CCP. His return expectations decreased due to the great loss made on the ETF. For a while, as the news improved, and valuations become more attractive he modified his allocation to overweight exposure to China. The first action taken in the first publication of the reforms by him was to take precautionary measures. It then became a buying opportunity.

Finally, for 2022, the ETF on China sold previously was bought back by the CIO as the view on the market turned positive. However, considered to be an emerging economy, in his opinion the regulatory risk of China remains moderately high.

## Expert F

As stated by the Senior Fund Manager dedicated to Asian Equities and thematic investments of a Swiss private bank specialized in wealth management, the regulatory risk on specific sectors is one of the main risks of the Chinese government related to non-state-owned enterprises. Moreover, systemic risk can also be one of them. The third risk is the important mismatch between the direction of the government based on better and more balanced growth, and the business model of the large companies which have different goals in mind. As initial perceptions, the expert believed that the government rule was here to balance the great power of these corporations and to cease monopolistic powers. These restrictions were also identified as a catching up of regulatory level measures with Western countries. Overall, it was positively viewed for long-term growth for the investor.

The first announcements of the various restrictions on technology enterprises were perceived negatively by the Senior Fund Manager. The way it has been implemented was abrupt and the constraints were too strict while not considering the market sentiment. Therefore, the impact it had on his financial investment was in line with the market downturn. There was no aggressive approach from the expert related to the enterprises impacted, therefore, it did not really affect the performance of his fund. The enlargement of the restrictions on other sectors and corporations was identified as a cycle, a regulatory phase by the professional investor. According to him, the Chinese government started with certain “problematic”, which led them later to regulate other sectors. In his opinion, the lack of knowing what was going on brought out a negative feeling at first and a real uncertainty after a few months.

All this has impacted and modified his investment strategy in China for 2021. For reasons of lack of visibility at the end of this regulatory phase, but also due to microeconomic purposes linked to the valuations. Therefore, it has affected the investments following the decline of the emerging market benchmark. His investment case did not change following the declarations, what was relevant was to wait for more visibility and not rush.

Concerning 2022, the fund manager continued to include in his asset allocation investments in Chinese non-state-owned enterprises. As an example, the position of Alibaba was increased. However, regulatory risk is not to be forgotten, the fund manager ranked moderately high this risk.

## Expert G

According to this investor, the role of the Chinese government in the corporate sector that should always be considered before investing are transparency and the control of the Chinese Communist Party over private companies. The fact that Xi Jinping wants to maintain control over several areas is a critical risk, he said. However, it is not always perceived negatively in his view. In his opinion, this perception has evolved in recent years, by three main events. First, in 2013, the election of Xi Jinping as the president of the government was a turning point in the history of the last 50 years. In 2018 with the strong acceleration to finally reach a peak in 2020.

At the first announcements of the restrictions on technology companies, the expert felt it was negative. In his view, there was a real lack of trust and comfort. The losses he faced were in line with the benchmark. But he sold almost all US ADRs to avoid any further risk of market collapse. Moreover, the extension of the reforms to other enterprises and industries was a real surprise to him. It was inconceivable that the Chinese government could go so far, starting with the technology companies, then harming the educational sector, and still be very severe on data control. Additionally, according to the Chief Investment Officer, the new reforms of September 2021 were a surprise in terms of negative performance driven by all these companies that carry significant weight in these indices.

Following these reforms, his investment strategy completely changed. More for macroeconomic reasons linked to a rebalancing of Chinese exposure. There has been a “wind of change”, as everyone was in these high growth stocks while today re-investing in China but not necessarily being in the same sectors. Therefore, the financial return expectation of the expert was altered, specifically related to very high-growth companies. Finally, at the time of the first declaration, in his opinion the spillover to the entire market was unexpected. The buying opportunities came from the valuations and the trading flows were much larger in 2021 than in 2020, or 2019. Precautionary measures were also applied by him selling specific values. He also sold US ADRs to come back to the local Chinese market.

Regarding 2022, the CIO shows an overweight exposure to Chinese non-governmental stocks. However, the regulatory risk remains high in his view, although it is certainly not the biggest risk in the next ten years.



## 4.1 Interviews data

	<b>Question 1:</b> In your opinion, what are Chinese governmental risks related to non-state-owned companies, listed or unlisted?	<b>Question 2:</b> What are your perceptions and opinions on these risks?	<b>Question 3:</b> Have these perceptions changed or evolved in recent years? For what reasons?
<b>Expert A</b>	• Information control	• Perception = Uncertainty • Risks here to last and regularly consulted • Violation of freedom	• Perception= speed of insertion greatly underestimated, no control - June 2021 • Chinese market was too expensive - January 2021 reduction
<b>Expert B</b>	• Governance risk • Transparency risk --> reliability of results	• Perception = disturbing • a presumes the evolution of the relationship in the future	• No, for someone who has been investing for a long time, nothing new. • China represents a diversification that is not available elsewhere
<b>Expert C</b>	• Uncertainty • Visibility of government actions • Transparency • Volatility • Nationalism	• Lack of transparency, volatility = Exists but you have to accept it. • When an excess occurs, the government will try to correct it	• Not really • Reforms are not new • But surprise last years, precisely the amount of reforms implemented. • Summer 2021 - minor changes
<b>Expert D</b>	• Uncertainty, transparency	• Not new to investors, always been the government involvement • How the media is portraying the situation	• No • The perception regarding the government involvement into business has never changed. • The impact is simply more in front of us.
<b>Expert E</b>	• Regulatory and political risks	• Risks are exaggerated • The growth of the companies compared to what we pay for	• No, remain relative but could not see the end of the tunnel • Summer 2021, sell because new that in the short term it will be impacted
<b>Expert F</b>	• Regulatory risk • Systemic risk • Mismatch between government and companies' business model	• Catching up of regulatory level measures with Western countries • Positive in the long term • Government role: balance power + cease monopolies	• Yes, in November 2020. • Investors only think about that, don't look anymore at the business model of companies
<b>Expert G</b>	• Transparency • Presence/control of CCP over non state-owned companies	• Positive in the long term to avoid monopolies	• Yes • 2013, the rise of Xi Jinping • 2018 strong acceleration • 2020 peak
	<b>Question 4:</b> At the first announcements, how did you perceive the Chinese government's various restrictions on technology companies?	<b>Question 5:</b> What impacts have these restrictions had on your financial investments?	<b>Question 6:</b> Subsequently, how did you feel about these restrictions being extended to other companies and industries that appeared later in 2021? And after few months with the market perceptions?
<b>Expert A</b>	• Already underweighted • Reminder • Negative perception first	• Switch from ADRs to domestic shares: reduce risk • Align with Chinese government authorities; • Confirms our investment in Chinese sovereign bonds in the local currency	• Remained unclear but predictable • Prices reflected the slowdown • Do not rush • Shift to other sectors
<b>Expert B</b>	• A straightforward power grab • When power feels either threatened or interested = uses power • Perception: constraining, binding	• Adjusted because reacted to the emergence of a new risk • Oriented to less technological companies, to sectors (retail sectors) more in line with the great transition of the government	• Surprise • Education sector = an anti-social dimension impossible to anticipate
<b>Expert C</b>	• At first: surprised and negative perception • Then: Digested and understood = understandable and positive for the middle class	• In the short term: painful and a bit costly • Sell of 10% position of Alibaba in a fund • In the medium term: positive	• Less surprising - addition of what happened. The market had already fallen. • After a few months with the market's perception = stone thrown in the water = diminishes. • Volatility was less virulent.
<b>Expert D</b>	• At first: Didn't see it coming - already happened few years ago with Alibaba • Surprised to see a real delisting, thought it would only be a frightening tactic	• Adjusted allocation • Sold the companies harmed by these restrictions • Sold in advance companies that in medium term would have a bigger impact	• Impacts on the sentiments - worsen the general sentiment
<b>Expert E</b>	• Surprised, because a positive trend on tech companies in 2020	• Sold ETF on tech companies - impacted due to restrictions	• Deep movements of restructuring. • Always stay positive and constructive
<b>Expert F</b>	• Negatively perceived. • Decision that completely disregarded investor's sentiment. • Abrupt manner of implementation	• In line with the market. Did not have an aggressive approach	• The feeling of going into a cycle, a regulatory phase • Negative feeling because of non visibility on the end • After few months: Uncertainty
<b>Expert G</b>	• First, negatively because squeeze of shareholders • Lack of comfort and trust	• Followed the benchmark losses • Almost sold all US ADRs - lightened • Sold Tal Education and New Oriental - when rumours	• Did not expect the expansion • Severe regarding data security • Surprised with September 21 expansion
	<b>Question 7:</b> As a result of these reforms, has your investment strategy changed during 2021? For macroeconomic, microeconomic (valuation) or other reasons (IR, conviction, CIO, ESG)?	<b>Question 8:</b> How have your return expectations been altered due to political risk? In overall, were you underweighted, neutral, overweighted, or non-benchmarked? Before? During? After the implementation of Chinese reforms?	<b>8.b:</b> In overall, were you underweighted, neutral, overweighted, or non-benchmarked? Before? During? After the implementation of Chinese reforms?
<b>Expert A</b>	• Early 2021 • Macroeconomic: reduce exposition to shares and increase exposition to bonds in the local currency	• Return expectations altered, but still with good performances compared to the benchmark	• Before: underweight • At the moment: underweight • After: overweight because decrease other values
<b>Expert B</b>	• Summer of 2021 • Microeconomic: valuations were very low, Chinese monetary policy recreation of liquidity	• Impacted on the adjustments made	• Non-benchmarked • Compared to industries exposure
<b>Expert C</b>	• Not based on any strategy, but more specifically on specific securities. • Microeconomic: valuations or risk on valuations.	• Short term altered • Long term much less impacts	• Non-benchmarked • On Chinese fund = conviction • Neutral holdings
<b>Expert D</b>	• No, continue with quality growth and investments criteria's. • Driven on different factors (covid) • Just changed the allocation reduce China and increased India • Microeconomic (valuation) and macroeconomic change: allocation	• It has altered the fund but difficult to say it is non-benchmarked	• Non-benchmarked
<b>Expert E</b>	• Macroeconomic: disappointing growth + binding fiscal policy	• ETF big loss	• Before: overweight • At the moment: underweight • After: overweight (positive)
<b>Expert F</b>	• Yes, for reason of lack of government visibility • Microeconomic: valuations	• Altered following the benchmark	• Before: underweight • At the moment: neutral • After: neutral
<b>Expert G</b>	• Yes clearly • Macroeconomic: rebalancing - sell internet companies to come back on heavy industry & solar energy	• High growth companies impaired • Alibaba, Baidu : decrease of margins	• Non-benchmarked • Linked to the specific sectors
	<b>Question 9</b> When the first announcements were made and the first drop in values of stocks, did you change your investment case, did you consider this as a buying opportunity, did you apply cautionary rules, or did you apply risk premiums to the stocks?	<b>Question 10</b> For 2022, did you continue to include in your asset allocation, investments in Chinese non-state-owned enterprises?	<b>Question 11</b> Nowadays, investors are facing many challenges, at what level do you consider regulatory risk? 0 = low risk; 2 = neutral; 4 = high risk
<b>Interview A</b>	• No modification due to a right positioning • Patient, cautious • Later in 2022, returns positive again	• Yes and raise them through a decrease of global risk in portfolios • Reduce global risk = increase China exposure	• 4 • High
<b>Interview B</b>	• Did not invest in China since 2018, came back in 2021. • The restriction problem + tight monetary policy made it interesting	• Yes, overweighted not on Chinese indices but on specific sectors	• 3 • Specific risk of emerging markets
<b>Interview C</b>	• No buying opportunity at first, wait for a more interesting entry point	• Very positive on China thanks to stimulus effects. • Investments into big Chinese cap	• 3 • More than in developed countries - greater transparency
<b>Interview D</b>	• At first, cautious because not sure of what was happening • Then when restrictions continued, start to cut losses	• Sure, a lot of these companies are actually doing quite well. It is just current environment is quite challenging • Increase investment in electric vehicles	• 2-3 • Risky but predictable
<b>Interview E</b>	• Precautionary measures • Once the market has purged itself, then it becomes a buying	• Yes, bought back the ETF sold previously	• 3-4 • Liquidity, regulation risks
<b>Interview F</b>	• Wait for more visibility, did not rush	• Yes, buy back Alibaba in the fund	• 3 • Less considered by investors
<b>Interview G</b>	• Spill over = buying opportunity • Precautionary measures selling certain values	• Yes but not increase Chinese investments. Stay with non state owned enterprises • Neutral: keep and stay	• 4 • Highest risk

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?  
Manon PAZMANDY

## 5. Discussion & Findings

### 5.1 Governmental risks

The crackdown by the Chinese government on these highly profitable non-state-owned enterprises starts with the analysis and the views of investors of the main governmental risks. All the risks mentioned by the interviewees were directly linked to the power of the Chinese Communist Party.

Transparency was seen as the main risk by more than half of the experts interviewed. Indeed, in China, the population is not consulted on important decisions nor warned of potential changes in law or implementation so why should the corporate sector be treated differently? Of course, the five-year plan published by the CCP provides some information on the intention of the government for the future years. However, regarding the results obtained, the evidence coming from the plans is not clear enough to anticipate future government actions on specific topics. It goes hand in hand with uncertainty, another risk mentioned by the specialists. International investors around the world remain uncertain about the objectives and actions of Xi Jinping. The experts that considered the lack of transparency as the main risk are professionals with different backgrounds and origins. Experts D of Chinese origin answered the same way as two Swiss specialists, experts B and G that travel regularly in the country as well as the senior relationship manager. Therefore, regardless of the type of investment company, the positions within this one, and the in-depth knowledge of China, the professionals have found the transparency of the Chinese government the main governmental risk of the country.

In contrast, the experts E and F did not see the governmental risks in the same way but declared that the regulatory risk was more dominant. Two out of seven interviewees were convinced that regulations implemented by the Chinese Communist Party are the highest risk. Due to its system of civil law, professionals are afraid of changes in legislation that could harm the economy, but also specific companies or industries.

Only one specialist, expert A, expressed the information control as the main governmental risk. It is paramount for the CCP to regulate and have the upper hand on everything that could harm the proper functioning of the country.

Whether the lack of transparency, the uncertainty of the government's actions, or the regulatory risk raise doubts about the real understanding of professional investors on the intentions and actions of the government.

### **5.1.1 Sentiments and perceptions**

The perceptions and sentiments of the specialists interviewed are rather diverse. Indeed, due to the distinct positions in different type of firms of the experts and the inclusion of more personal views and feelings, the scope of responses is vaguer and less converging.

Two out of the four interviewees, experts C and D that viewed uncertainty and transparency as the main governmental risks, mentioned the awareness of these risks and the government intervention in them. It is known that investing in China or any emerging market includes specific risks which are compensated in a certain way by the price of the securities purchased.

Experts F and G, two other specialists totally aware of the situation in China perceived positively these risks in the long term. Having long-term views on governmental risk as well as investments permits one to see things more clearly and optimistically.

In contradiction, the risk of uncertainty of two interviewees became the perception of expert A regarding future views on information control.

Therefore, there is no actual consistency in the perceptions and opinions of professional investors regarding the Chinese governmental risks. It involves personal experience as well as personal feelings and emotions. However, there is no negative opinion from any of the specialists interviewed. The definition of risk which includes “bad” or “dangerous” future events is not perceived the same way by the investors. In the long-term, it is even recognized to be perhaps constructive and helpful for the country!

### **5.1.2 Change in perception or evolution**

A trend takes shape, experts B, C and D who mentioned transparency as the principal risk of the Chinese government agree again saying that their perception of this risk has not changed or evolved in recent years. All indicated that nothing is new to the eyes of investors, it is just simply become more prominent recently due to the reforms. Additional information was given by experts C and E mentioning, however that the amount of the restrictions applied by the CCP was a surprise and that it was difficult to see the end of the tunnel regarding reforms implementation. Both also declared to have made modifications in the summer of 2021.

Experts A, F and G responded positively revealing three specific moments of changes in perception. The change in perception of expert A happened in June 2021 due to the

speed of insertion of the reforms greatly underestimated. Regarding expert F, November 2020 was the moment when his perceptions began to change because of the suspended IPO of Ant. group. But only one, expert G cited past relevant years that have changed the perception of the transparency risk. The years 2013, 2018, and 2020 were mentioned, as three important years for China and its economic growth. None of the others talked about these years regarding the evolution or changes in their perception.

The two investors who were positive in the long-term regarding Chinese governmental risks agreed to say that their perceptions changed or evolved in recent years, both pointed out 2020. Particularly in November, when the impact of the reforms started by affecting companies such as Ant. Financials.

In contrast, but following his path, expert A was the only one citing information control as the main risk, declared a change in perception specifically in June 2021. Two out of the three who admitted a change in their perception in recent years affirmed it by a precise date.

Therefore, regarding Chinese governmental risks, the perceptions, and opinions on these, as well as the change or evolution of the perceptions, experts C and D had the same declarations. Indeed, regarding the main Chinese governmental risks, the lack of transparency and the regulatory risk correspond to the answers of six experts out of seven. These risks complement each other, as the lack of transparency may include uncertainties regarding regulatory risk implemented by the Chinese Communist Party. The clearness of the actions of the Chinese government is a critical point for the investment professional community. However, in any case, it was seen negatively by the specialists. Because it is not new, it should simply be accepted while investing in an emerging market such as China.

Of course, perceptions and opinions differ between the investors simply due to their subjectivity and their positions within their companies. Indeed, the perception emphasizes the senses of the professionals when giving their opinion on Chinese governmental risks based on their own experience, working life, background, origins, and biases. For this reason, it must be said that no general and common perception stands out from the opinions of the investors. However, most of the experts declared that their original views of the Chinese governmental risks have not really evolved or changed. This can demonstrate the very good knowledge of these risks and the Chinese investment environment in its entirety by the specialists.

## 5.2 Chinese reforms

To understand the impact of the Chinese reforms on the managers and their investments, it was essential to understand how they perceived the initial restrictions implemented on technology companies.

From all the professionals interviewed, it looks like the first perception of the reforms was not positive. Experts A, C, F, and G saw them negatively. Expert F & G explained their points of view mentioning the government intervention or disregard of investors as well as the abrupt manner of the implementations. Expert A clarifies his words by referring to the changes applied as a “reminder” or a “wake-up call” from the Chinese government. Expert C also in line with the experts E and D referred to the restrictions as a surprise. The Chinese investment analyst thought the constraints were only a “frightening tactic” to discourage the big technology companies from gaining more power. Therefore, their implementation provided a real sense of surprise. Expert E on his side did not understand the cut of the positive trend in technology companies of 2020.

The Chairman of the Board of Directors & Head of Investment Committee of a Swiss independent wealth management company seemed to be the only expert to have weighed his words indicating that the restrictions were more constraining and binding. Declaring that the action of the Chinese government was a straightforward power grab. Indeed, in his view when power feel either threatened or interested it uses its influence and authority.

### 5.2.1 Impacts on financial investments

The impact of these restrictions on Chinese companies led to the same reactions by the professional investors. Many portfolio changes were made as well as outright sales of certain securities.

At first, experts A and G who had a negative perception of the restrictions on technology companies mentioned sales of ADRs. The Chief Economist & Strategist of a Swiss private bank recommended given the role played by politics to switch from ADRs to domestic stocks. The Chief Investment Officer and Co-founder of a Swiss asset management company on his side declared to have lightened his risk by selling almost all the US ADRs and mentioned rumors that led him to sell two financial stocks on education, Tal Education and New Oriental. Moreover, sales of the affected companies were also done by experts C, D, and E. Expert E sold a Chinese-focused ETF, and expert

D sold the stocks of enterprises harmed by the restrictions and in advance got rid of companies that in the medium term would have been more impacted. Finally, expert C indicated the sale in their emerging market fund of the 10% Alibaba position.

Aligning their financial investments with the actions of Chinese government, buying shares of companies they know will benefit from the economic Five Year Plan, looked like to be the solution of experts A and B. Expert A reduced his equity exposure in January 2021 due to price reasons switching to Chinese sovereign bonds in local currency. Following the implementation of the restrictions and their impacts, it was the right choice of this investor to return to China domestic investments. Experts B and G indicated in their respective interviews a new orientation on financial investments to less technological companies and to return to retail, raw materials, heavy industry, and consumer sectors.

Concerning financial losses, expert G compared his portfolio decline to the benchmark, while the Senior Relationship Manager of the American Boutique indicated painful and costly impact in the short term.

In contrast to all other experts, expert F, the senior fund manager only commented on a decline “in line” with the market, mentioning a non-aggressive approach during these Chinese government restrictions.

### **5.2.2 Sentiments and perceptions on extended restrictions**

In 2021, after the restrictions imposed on technology companies, the Chinese Communist Party has targeted other sectors such as education, gaming, and data security.

In comparison with the perception of the experts at the first announcements of the restrictions on technology companies, experts B and G considered the extended restrictions a surprise but did not at first. Expert B did not expect the reforms to harm the educational sector due to the anti-social dimension and expert G was surprised by the expansion in September 2021 of these restrictions and the severity of data security.

The Senior Fund Manager dedicated to Asian Equities and thematic is the only expert to have negatively perceived the first declarations and to reiterate this negative feeling when the restrictions were extended to other industries. The lack of visibility of the end

of these reforms is the reason for these bad feelings. And after a few months, uncertainty mixed in with his feelings, the sentiment of going into a cycle, a regulatory phase.

On the other hand, experts A, C, and E were less surprised but for different reasons. For expert A, the situation and the implementation of the reforms remained unclear but predictable. Not rushing and shifting to other industries was the solution for him. Expert C simply saw this extension as an addition to what already happened to technology companies and with a declining market, the impact was weaker. Expert E stayed positive and constructive regarding these restrictions, he only interpreted it as a deep movement of restructuration.

The Chinese native analyst of a United Kingdom investment management company is the only one to have admitted affected feelings which according to the investor worsen the general sentiment.

Therefore, in general, from the experts, the first announcements of the restrictions by the Chinese government were perceived negatively or caught them by surprise. None had positive sentiments regarding these restrictions. Most professional investors have decided to sell the companies harmed by the reforms in order to cut losses, a decline in profit that has generally followed the drop of the benchmark. Moreover, the extension to other industries was not more appreciated by the experts. Some of the sectors affected surprised even the most aware experts of Chinese Five-Year Plan.

Regarding Chinese regulations, experts seem to agree on the impact it has on their financial investments as well as their sentiments and perceptions. Only points of view differ regarding the expansion of the Chinese crackdown on other industries.

## 5.3 Reforms impact

### 5.3.1 Change in investment strategy

The restrictions imposed by the Chinese government at the end of 2020 modified the way investors viewed their investment strategy in 2021.

Five experts said they had changed their investment strategy during 2021 because of the reforms. Experts A, E, and G had modified theirs for macroeconomic reasons. In early 2021, the Chief Economist & Strategist of a Swiss private bank reduced his exposition to Chinese shares and increased bonds in local currency. It seemed to expert E that the changes in investment strategy were conducted because of disappointing economic growth, a binding fiscal policy, and a monetary policy that did not include investors in their decision-making. For expert G the modifications implemented were due to a rebalancing. Selling “impacted” technology stocks to re-invest in heavy industry and solar energy investments were his solution.

The two other investors admitted having adjusted their investment strategy for microeconomic reasons, more precisely as a result of valuation. Not only does expert B mention the low valuations as the result of investment strategy changes but also other aspects despite the restrictions such as the monetary policy providing liquidity which would also impact financial markets. From his perspective, expert F changed its investment approach due to an attractive low valuation in 2021 however, because of the lack of visibility from the Chinese government on reforms implementation the investor was less positive about Chinese stocks.

In contradiction, experts C and D, two professional investors that are pretty much in line in their answers from Chinese governmental risks to the perceptions of the reforms and the impacts they had on them, seemed to agree again. Both mentioned alterations in their investments but were not linked to a change in strategy. Expert C stated not to be based on a strategy but to make specific choices on specific securities. Nevertheless, it looked like those choices were directed by microeconomic reasons, and precisely by the risk of valuation. Expert D clarified to continue being a quality growth investor following the investment criteria of the emerging market fund. The changes in allocation that were implemented were due to different factors, covid pandemic but also macroeconomic and microeconomic reasons, indeed the expert declared to have reduced exposure to China to increase India.



### 5.3.2 Expected return & exposure

All the experts declared to have faced losses due to the restrictions implemented by the Chinese Communist Party on a select group of Chinese non-state-owned companies. Not surprisingly, the alteration of return expectations differs from one expert to the other reflecting the background of the panel of investors.

Expert A is the sole investor to have made changes in his allocation in early 2021 which probably allowed him to be less affected than the others who were still invested in these companies when the restrictions were implemented. Expert G mentioned return expectations' alteration on high growth companies such as Alibaba and Baidu. Expert F announced a correction following the benchmark compared to expert D which could not give precise return losses due to a non-benchmarked fund. The Chief Investment Officer of a Swiss family-owned banking group is the only one to have declared a great loss on a China-focused ETF. Expert C confirmed his statements of short-term painful and costly impacts by invoking alteration of the return expectations in the short-term specifying much less impact in the long-term. As did expert B who adjusted his exposure to China due to the emergence of a new risk saw a decline in return caused by the modification implemented.

Concerning the holding positions, experts A, E, and F were able to compare theirs to the benchmark. Not only did none of them hold the same positions before, during, and after the implementation of the restrictions, but none of the four investors did so in the same way.

Expert A made changes in his allocation early in 2021, and was underweight China compared to the benchmark before the implementation of the reforms. At the time of the restrictions he, nevertheless kept the same holdings. It is only after the biggest restrictions had passed that as technology and educational stock prices fell, his overall China's exposure was actually higher and led him to being overweight. Expert F declared to have also been underweighted before but came back much earlier on Chinese stocks being neutral compared to the benchmark during and after the implementation of the reforms. In contradiction, expert E overweighted Chinese stocks before the implementation. However, subsequently, the professional investor followed the same path as expert A being underweighted at the time of the implementation and increasing his exposure to overweighted compared to the benchmarked after the great accomplishment of the restrictions period.

Once again, the Senior Relationship Manager of the Swiss subsidiary of an American boutique investment management company and the investment analyst of a United Kingdom investment management company were similar. Their investment exposure was based on individual stock selection and not on a benchmark. Indeed, both experts work for companies that have specific funds in emerging markets. Expert B and G clings to the non-benchmarked group, according to them, one should not play the indices but specific sectors. The Chairman of the Board of Directors & Head of Investment Committee of a Swiss independent wealth management company has even increased his investments in summer 2021 in certain industries and mentioned great potential in the insurance, banking, and retail sectors.

### **5.3.3 Reactions to the first drop in value stocks**

When the first announcements were made and the first drop in values of stocks happened, the experts mostly reacted the same way. Experts A, C, D, E, F & G mentioned remaining patient, cautious, and wait for more visibility. Indeed, when the Chinese government started to implement its reforms, it was difficult for investors to know the extent and duration of these. Therefore, as so not to react on the spot, it was better to see with time for most of the investors. Precautionary measures were seen differently by the investors, only the Chief Investment Officer and Co-founder of a Swiss asset management company considered selling certain values at the first announcements of the reforms. Expert D also thought it appropriate to cut losses but only when he saw the expansion of the restrictions later in that year. For the others, it was simply a matter of waiting and seeing how the situation develops over time and the impact on the companies concerned.

Regarding buying opportunities, once again, expert G reacted contrarily. For the investor, during the spill-over and the decrease in value of certain stocks, he was able to perceive buying opportunities. As far as his China portfolio is concerned, it was much larger in 2021 than in previous years. Compared to experts C and E, who waited for a more interesting entry point when the market will have finished purging to consider buying opportunities.

## 5.4 Chinese investments in 2022

After having mentioned the individual views, and the opinions of the experts on Chinese governmental risk, and the restrictions implemented by the Chinese government, it remains important to know if the investors are still keen to include investments in Chinese non-state-owned enterprises in their asset allocation for 2022.

The response was unanimous, all the experts interviewed regardless of their perceptions and sentiments continue to include Chinese non-state-owned enterprises in their asset allocation.

Expert E and F bought back investment securities they sold previously in 2021 because of the impact of the Chinese restrictions. Expert D declared to have increased holdings in the segment of electric vehicles for 2022. In contrast, experts A, B, and G kept their 2021 exposure to China without having made any new purchases. On his side, expert A while reducing the overall risk of his portfolios automatically increased the Chinese exposure.

## 5.5 Chinese regulatory risk

Finally, even though all the experts said that they would continue to invest in Chinese non-state-owned companies, all the interviewees revealed that the level of regulatory risk remains moderately high.

On a scale of 0 = low risk, 2 = neutral to 4 = high risk, experts A and G indicated a level of 4 regarding Chinese regulatory risk. Experts B, C, and F mentioned a level of riskiness of 3 out of 4. Only the Chinese investment analyst of United Kingdom positioned the level of regulatory risk between 2 and 3 mentioning it as risky but predictable. While mentioning regulatory risks, experts C, E, and F explained their moderately high level of risk evaluation as China being an emerging market. Volatility was cited by the investors as well as political risk.

## 5.6 Summary of findings

After analyzing the responses of the investment professionals, a general answer to the research question is emerging from the diverse opinions.

The reaction of investors to governmental risks, to business activity whether through trading restrictions or on technology companies, or the extension of these reforms to other industries remains wide ranging amongst the investment experts. The restrictions implemented by the Chinese authorities whether in early or in the summer of 2021, the experts at some point considered them as unpleasant. For instance, “negatively”, “constraining” or “surprising” were the words mentioned by the professional investors. All of them, because of the impact of the reforms, have either modified their investment strategy, their asset allocation or have sold specific securities. Moreover, all faced losses whether equally to the benchmark on emerging markets or not. And all have had their expected return impaired in some way.

However, with their experience and great knowledge of China, at the first announcements, the professional investors remained cautious and patient. None of them talk about rushing, buying, or selling immediately, all preferred to see and wait. Most mentioned that in the short term it could be impactful but in the long term it would somehow be positive for Chinese people. Despite the immediate impact and surprise this may have had on investors, all continued to invest in the same way or even increased their exposure to China. No expert interviewed mentioned any reluctance for 2022 even though all assess the regulatory risk as a medium to high risk. Most of them have decided for future investments in China to buy more secure industries that are supported by the government and less inclined to face restrictions by the Chinese government.

## 6. Conclusion

Investing in China includes risks but also opportunities that the investment professional community is aware of. In the year 2021, the Chinese government, through its regulatory institutions implemented reforms to tackle big market dominant and high growth companies that deviated from the “common prosperity” path. To understand the situation, it is essential to be familiar with the history of China and the willingness of the Chinese Communist Party to reduce wealth inequalities creating collective harmony within the country.

The restrictions applied by the Chinese Communist Party have had a significant impact on technology and the internet, education, and transport enterprises. Most of the affected Chinese non-state-owned companies are well known to investors due to their impressive and rapid growth. The actions of the government have been negatively perceived by the media and the professional investment community, whether at the beginning of the implementation, or the extension of these reforms to different industries.

The interviews of the experts gave me a valuable insight to what went on in China in 2021 and help me to answer the research question. The analysis of the data collected showed that the majority of investors did not actually experience a change in sentiments and perceptions of risk as a result of the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-stated-owned companies.

However, a minority of the investors interviewed had indeed become more risk aware following reforms of 2021. These investors aware of the risks related to the Chinese government have been surprised by the way these restrictions had been implemented. This is the reason why the way they invest in China in 2021 has changed. However, regarding Chinese investments in 2022, most of those specialists continued to invest in the non-state-owned enterprises impacted by the Chinese government.

Professional investors who have a good knowledge of China are familiar with the risks that may emerge from the government. The implementation of these restrictions was simply too rapid and for them had taken some investors totally by surprise. Contrary to what has been reported in the media in 2021, China remains an attractive “investable” country with enormous potential. All experts interviewed continued investing in Chinese non-state-owned enterprises and have not reduced their exposure for 2022.

In my opinion, the specialists that have changed their risk perception because of the implementation of the restrictions did so only for the year of 2021. Indeed, once the

government stopped intervening or setting new regulations for the corporate sector, some of these investors bought back the securities sold previously and have returned to their 2020 exposure levels.

Therefore, in my view, the experts have not really changed their perceptions of risk regarding the Chinese government but have only adapted to the circumstances.

From my perspective, after having studied and analysed the history of China and trying to understand their way of functioning regarding the “common prosperity” while listening carefully to the experts interviewed, how most of the media portrayed the reforms as simply negative and not as possibly benefiting the Chinese economy as a whole in the long term. In my opinion, I believe that the 2021 government intervention only accentuated the market decline in the short term, and along with most of the investment experts interviewed, believe China remains an alternative long term investment strategy.

Emerging markets, such as China have specific risks that must be identified. Indeed, when investing in these countries, it is paramount to be aware of the governmental and political risks as well as to understand the history of the country with its opportunities but also its weaknesses. All this in order to invest without worrying about unforeseen events that could impact the securities just acquired.

## Bibliography

AHERN, Brendan, 2021. *Investors need more clarity on implementation of China's regulation: KraneShares*. Online. 19 August 2021. [Accessed 12 December 2021]. Retrieved from: <https://www.cnbc.com/video/2021/08/19/chinas-regulation-lacks-clarity-and-transparency-kraneshares.html>

ASIAN DEVELOPMENT BANK, 2021. *The 14th Five-Year Plan of the People's Republic of China - Fostering High-Quality Development* Online. Asian Development Bank. Retrieved from: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/705886/14th-five-year-plan-high-quality-development-prc.pdf>

BADER, Jeffrey A, 2016. *How Xi Jinping Sees the World...and Why* Online. [Accessed 15 March 2022]. Retrieved from: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/xi\\_jinping\\_worldview\\_bader-1.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/xi_jinping_worldview_bader-1.pdf)

BLOOMBERG, 2021. China tech crackdown: Beijing sets tougher rules on handling user data. *Fortune*. Online. 20 August 2021. [Accessed 17 February 2022]. Retrieved from: <https://fortune.com/2021/08/20/user-data-privacy-china-crackdown-big-tech/>

BROOKE, Sofia, 2021a. China Makes Cryptocurrency Transactions Illegal: An explainer. *China Briefing News*. Online. 21 October 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/china-makes-cryptocurrency-transactions-illegal-an-explainer/>

BROOKE, Sofia, 2021b. What to Make of the New Regulations in China's Online Gaming Industry. *China Briefing News*. Online. 16 November 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/what-to-make-of-the-new-regulations-in-china-online-gaming-industry/>

BROWNE, Andrew, 2021. The Real Reason China Is Cracking Down on Its Tech Giants. *Bloomberg.com*. Online. 31 July 2021. [Accessed 19 October 2021]. Retrieved from: <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2021-07-31/why-china-is-cracking-down-on-its-technology-giants-new-economy-saturday>

BUCKLEY, Chris and WU, Adam, 2018. Ending Term Limits for China's Xi Is a Big Deal. Here's Why. - *The New York Times*. Online. 10 March 2018. [Accessed 12 March 2022]. Retrieved from: <https://www.nytimes.com/2018/03/10/world/asia/china-xi-jinping-term-limit-explainer.html>

CAMPBELL, 2019. China's Aging Population Is a Major Threat to Its Future. *Time*. Online. 7 February 2019. [Accessed 7 May 2022]. Retrieved from: <https://time.com/5523805/china-aging-population-working-age/>

CBIRC, no date. CBIRC. Online. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: [https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemList.html?itemPid=974&itemId=975&itemUrl=About/Mandates.html&itemTitle=Mandates&itemPTitle=About%20the%20CBIRC](https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemList.html?itemPid=974&itemId=975&itemUrl=About/Mandates.html&itemTitle=Mandates&itemPTitle>About%20the%20CBIRC)

CBNEDITOR, 2021. China Issues Additional Capital Requirements for Systemically Important Banks. Online. 6 April 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.chinabankingnews.com/2021/04/06/china-issues-additional-capital-requirements-for-on-systemically-important-banks/>

CGTN, 2021. China tops Fortune Global 500 list again with 143 companies. Online. 3 August 2021. [Accessed 19 May 2022]. Retrieved from: <https://news.cgtn.com/news/2021-08-03/China-tops-Fortune-Global-500-list-again-with-143-companies-12q3nFwUYow/index.html>

CHANDLER, Clay, 2021. China wants stricter state control over just about everything. *Fortune*. Online. 12 August 2021. [Accessed 19 October 2021]. Retrieved from: <https://fortune.com/2021/08/12/china-regulatory-crackdown-tech-costs-state-control/>

CHANG, Che and GOLDKORN, Jeremy, 2021. China's 'Big Tech crackdown': A guide – SupChina. Online. 2 August 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://supchina.com/2021/08/02/chinas-big-tech-crackdown-a-guide/#:~:text=What%20the%20tech%20crackdown%20tells,of%20U.S.%2Dlisted%20Chinese%20companies.>

CHENG, Wendy Ye, Evelyn, 2021. New rules for investing in China: Lessons from Beijing's education crackdown. *CNBC*. Online. 24 September 2021. [Accessed 12 December 2021]. Retrieved from: <https://www.cnbc.com/2021/09/24/new-china-investment-paradigm-after-beijings-after-school-crackdown.html>

CIGH, Exeter, 2019. How the Century of Humiliation Influences China's Ambitions Today. *Imperial & Global Forum*. Online. 11 July 2019. [Accessed 28 March 2022]. Retrieved from: <https://imperialglobalexeter.com/2019/07/11/how-the-century-of-humiliation-influences-chinas-ambitions-today/>

DONGLU, Sanlihe and QU, Xicheng, 2021. *State Administration for Market Regulation (SAMR)*.

ELBAHRAWY, Farah, 2021. Goldman Clients Are Asking If China's Stocks Are 'Uninvestable'. *Bloomberg.com*. Online. 29 July 2021. [Accessed 26 May 2022]. Retrieved from: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-29/goldman-clients-are-asking-if-china-s-stocks-are-uninvestable>

ET MONEY, 2022. Investing in China: Understand The Benefits And Challenges. *ET Money Blog*. Online. 26 April 2022. [Accessed 5 May 2022]. Retrieved from: <https://www.etmoney.com/blog/investing-in-china-understand-the-benefits-challenges/>

FANG, Jian, YU, Grace, PAN, Siyuan and ZOU, Ada, 2021. *PRC financial regulation annual report 2022* Online. Retrieved from: <https://www.fangdalaw.com/wp-content/uploads/2022/02/%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%B3%95%E5%BE%8B%E7%9B%91%E7%AE%A1%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%8A%A5%E5%91%8A2022-EN.pdf>

FEERTCHAK, Alexis, 2017. Chine : de Mao Tsé-toung à Xi Jinping, l'histoire mouvementée de la République populaire. *LEFIGARO*. Online. 18 October 2017. [Accessed 5 March 2022]. Retrieved from: <https://www.lefigaro.fr/international/2017/10/18/01003-20171018ARTFIG00186-chine-de-mao-zedong-a-xi-jinping-l-histoire-mouvementee-de-la-republique-populaire.php>

FORBES, 2022. Kweichow Moutai. *Forbes*. Online. 12 May 2022. [Accessed 21 June 2022]. Retrieved from: <https://www.forbes.com/companies/kweichow-moutai/>



GAD, Sham, 2022. Investing in China. *Investopedia*. Online. 28 February 2022. [Accessed 5 May 2022]. Retrieved from: [https://www.investopedia.com/articles/07/invest\\_china.asp](https://www.investopedia.com/articles/07/invest_china.asp)

GHOSH, Iman, 2019. The People's Republic of China: 70 Years of Economic History. *Visual Capitalist*. Online. 12 October 2019. [Accessed 19 June 2022]. Retrieved from: <https://www.visualcapitalist.com/china-economic-growth-history/>

GOH, Audrey and LACHINI, Marco, 2021. *China's 'Common Prosperity'* Online. Standard Chartered. [Accessed 12 March 2022]. Retrieved from: <https://av.sc.com/corp-en/content/docs/pvb-thematic-report-china-common-prosperity-13-december-2021.pdf>

GRAVITAS DESK, 2021. Global debt rises as financial crisis looms; China under threat. *WION*. Online. 18 December 2021. [Accessed 7 May 2022]. Retrieved from: <https://www.wionews.com/world/global-debt-rises-as-financial-crisis-looms-china-under-threat-437781>

HE, Laura, 2021. China's 'unprecedented' crackdown stunned private enterprise. One year on, it may have to cut business some slack. *CNN*. Online. 2 November 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.cnn.com/2021/11/02/tech/china-economy-crackdown-private-companies-intl-hnk/index.html>

HORTA E COSTA, Sofia, 2022. Analysis | Is China 'Uninvestable' and What Does That Even Mean? *Washington Post*. Online. 24 May 2022. [Accessed 26 May 2022]. Retrieved from: [https://www.washingtonpost.com/business/is-china-uninvestable-and-what-does-that-even-mean/2022/05/23/c5db9d64-dae3-11ec-bc35-a91d0a94923b\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/business/is-china-uninvestable-and-what-does-that-even-mean/2022/05/23/c5db9d64-dae3-11ec-bc35-a91d0a94923b_story.html)

HORWITZ, Josh, 2021. China steps up tech scrutiny with rules over unfair competition, critical data. *Reuters*. Online. 17 August 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.reuters.com/business/media-telecom/china-issues-draft-rules-banning-unfair-competition-internet-sector-2021-08-17/>

HULD, Arendse, 2021a. China's Stock Markets - An Introductory Guide for Foreign Investors. *China Briefing News*. Online. 24 September 2021. [Accessed 19 June 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/chinas-stock-markets-an-introductory-guide-for-foreign-investors/>

HULD, Arendse, 2021b. China Cybersecurity Regulations - What Does the Draft Regulation Say? *China Briefing News*. Online. 2 December 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/china-cybersecurity-regulations-what-do-the-new-regulations-say/>

HULD, Arendse, 2022a. China Demographic Trends 2021 - What Does the Latest Data Say? *China Briefing News*. Online. 2 February 2022. [Accessed 7 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/china-demographic-trends-2021-what-the-latest-data-says/>

HULD, Arendse, 2022b. What's Happening in China's Property Market? An Explainer. *China Briefing News*. Online. 14 January 2022. [Accessed 26 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/explainer-whats-going-on-in-chinas-property-market/>

JOHN, Alun, SHEN, Samuel and WILSON, Tom, 2021. China's top regulators ban crypto trading and mining, sending bitcoin tumbling. *Reuters*. Online. 24 September 2021. [Accessed 26 May 2022]. Retrieved from: <https://www.reuters.com/world/china/china-central-bank-vows-crackdown-cryptocurrency-trading-2021-09-24/>

KAUFMAN, Alison, 2011. *The 'Century of Humiliation' and China's National Narratives* Online. USCC gov. Retrieved from: <https://www.uscc.gov/sites/default/files/3.10.11Kaufman.pdf>

KHARPAL, Arjun, 2021. Alibaba shares jump after China orders Ant Group to revamp business. *CNBC*. Online. 12 April 2021. [Accessed 2 April 2022]. Retrieved from: <https://www.cnbc.com/2021/04/13/alibaba-shares-jump-after-china-orders-ant-group-to-revamp-business-.html>

KUEPPER, Justin, 2021. The ultimate guide to investing in China. *The Balance*. Online. 27 October 2021. [Accessed 5 May 2022]. Retrieved from: <https://www.thebalance.com/the-ultimate-guide-to-investing-in-china-1979062>

LI, Linyue, WILLETT, Thomas D. and ZHANG, Nan, 2012. The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy. *Economics Research International*. Online. 27 March 2012. Vol. 2012. [Accessed 20 June 2022]. DOI 10.1155/2012/961694.

LIN, Liza, 2021. China Fines Weibo for Spreading 'Illegal Information' - WSJ. Online. 14 December 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.wsj.com/articles/china-fines-weibo-for-spreading-illegal-information-11639482120>

LU, Shen, 2022. Why China's gaming restriction didn't hurt NetEase's bottom line. *Protocol*. Online. 24 February 2022. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.protocol.com/bulletins/netease-q4-2021-earnings>

MORRISON, Wayne M, 2019. China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States. . 25 June 2019. pp. 43.

MSCI, 2022a. *Index Factsheet MSCI China Index (USD)*.

MSCI, 2022b. The Rise of Emerging Markets and Asia. Online. 2022. [Accessed 19 June 2022]. Retrieved from: <https://www.msci.com/research-and-insights/insights-gallery/emerging-markets>

PEREZ, Bien, 2021. China's e-commerce crackdown: timeline of Beijing's actions to bring tech giants in line with national policy | South China Morning Post. Online. 22 November 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.scmp.com/tech/policy/article/3156719/chinas-e-commerce-crackdown-timeline-beijings-actions-bring-tech-giants>

PINKASOVITCH, Arthur, 2022. The Risks Of Investing In Emerging Markets. *Investopedia*. Online. 31 January 2022. [Accessed 18 April 2022]. Retrieved from: <https://www.investopedia.com/articles/basics/11/risks-investing-in-emerging-markets.asp>

QUER, Diego, CLAVER, Enrique and RIENDA, Laura, 2012. Political risk, cultural distance, and outward foreign direct investment: Empirical evidence from large Chinese firms. *Asia Pacific Journal of Management*. December 2012. Vol. 29, no. 4, pp. 1089–1104. DOI 10.1007/s10490-011-9247-7.

REUTERS STAFF, 2021. China market regulator fines 12 firms for violating anti-monopoly law. *Reuters*. Online. 12 March 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.reuters.com/article/us-china-anti-trust-idUSKBN2B40EF>

ROBERTS, Dexter Tiff, 2021. *What is 'Common Prosperity' and how will it change China and its relationship with the world?*

SCHUMAN, Michael, 2021. The Undoing of China's Economic Miracle. *The Atlantic*. Online. 11 January 2021. [Accessed 5 March 2022]. Retrieved from: <https://www.theatlantic.com/international/archive/2021/01/xi-jinping-china-economy-jack-ma/617552/>

SHANGHAI STOCK EXCHANGE, 2019. SHANGHAI STOCK EXCHANGE. Online. 2019. [Accessed 19 June 2022]. Retrieved from: <http://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/>

SHENZHEN STOCK EXCHANGE, no date. en-Overview. Online. [Accessed 19 June 2022]. Retrieved from: <https://www.szse.cn/English/about/overview/index.html>

SHIN, Francis, 2022. What's behind China's cryptocurrency ban? *World Economic Forum*. Online. 31 January 2022. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.weforum.org/agenda/2022/01/what-s-behind-china-s-cryptocurrency-ban/>

SIMPLE HISTORY, 2020. *The Great Leap Forward (1958-62)*. Online. 25 January 2020. [Accessed 5 March 2022]. Retrieved from: <https://www.youtube.com/watch?v=xWRhPf9Qzmw>

STATISTA, 2020. China: internet market revenue 2022. *Statista*. Online. November 2020. [Accessed 2 April 2022]. Retrieved from: <https://www.statista.com/statistics/1066596/china-internet-economy-revenue/>

THE EDITORS OF ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA, 2020. Great Leap Forward | Definition, Facts, & Significance | Britannica. Online. 2020. [Accessed 5 March 2022]. Retrieved from: <https://www.britannica.com/event/Great-Leap-Forward>

TRADINGHOURS.COM, 2022a. Shanghai Stock Exchange (SSE) | TradingHours.com. Online. 2 June 2022. [Accessed 21 June 2022]. Retrieved from: <https://www.tradinghours.com/markets/sse#market-cap>

TRADINGHOURS.COM, 2022b. Shenzhen Stock Exchange (SZSE) | TradingHours.com. Online. 2 June 2022. [Accessed 21 June 2022]. Retrieved from: <https://www.tradinghours.com/markets/szse>

VAN DER MERWE, Hugo, 2021. History of the Qing Dynasty | Ancient Chinese Dynastic History. *CLI*. Online. 24 April 2021. [Accessed 6 March 2022]. Retrieved from: <https://studycli.org/chinese-history/qing-dynasty/>

WANG, Yifan, 2021. China's Tougher Regulation Is the New Normal, Tencent President Says - WSJ. Online. 10 November 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.wsj.com/articles/tencents-profit-growth-slows-after-china-tightens-games-rules-11636542561>

WANG, Yifan and LIN, Liza, 2021. Delivery Giant Meituan Fined in Beijing's Tech Crackdown - WSJ. *The World Street Journal*. Online. 8 October 2021. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.wsj.com/articles/china-fines-meituan-533-6-million-for-anti-monopoly-violation-11633685528>

WU, Jin, no date. China's debt problem. *Reuters*. Online. [Accessed 7 May 2022]. Retrieved from: <http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/CHINA-DEBT-HOUSEHOLD/010030H712Q/index.html>

WU, Li, SUI, Fumin and ZHENG, Lei, 2014. *L'économie Chinoise*. Les éditions Pages Ouvertes.

YAO, Shujie and CHEN, Minjia, 2008. CHINA'S ECONOMY: 2007 AND THE YEAR AHEAD. . February 2008. pp. 21.

YIU, Enoch, 2021. China to tighten online lending rules from 2022 in additional measures to rein in fintech giants, pre-empt banking crisis. Online. 22 February 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3122637/china-tighten-online-lending-rules-2022-additional>

YU, 2022. China's New Crackdown Shows \$1.5 Trillion Tech Rout Not Over Yet. *Bloomberg.com*. Online. 10 February 2022. [Accessed 17 April 2022]. Retrieved from: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-19/china-s-new-crackdown-shows-1-5-trillion-tech-rout-not-over-yet>

ZHAN, Hao, 2021. SAMR intensifies antitrust enforcement to regulate growing digital economy. *Lexology*. Online. 9 December 2021. [Accessed 29 March 2022]. Retrieved from: <https://www.lexology.com/commentary/competition-antitrust/china/anjie-law-firm/samr-intensifies-antitrust-enforcement-to-regulate-growing-digital-economy>

ZHANG, Zoey, 2021. China 2021 Recap: A Look at Key Developments Impacting Businesses. *China Briefing News*. Online. 7 December 2021. [Accessed 12 March 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/china-2021-recap-key-developments-impacting-business-foreign-investors/>

ZHANG, Zoey, 2022. China's Regulatory Plans for the Technology Companies in 2022. *China Briefing News*. Online. 9 February 2022. [Accessed 18 April 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/new-government-document-indicates-chinas-regulatory-plans-for-technology-companies-platform-economy-in-2022/>

ZHOU and BROOKE, Sofia, 2021. Here's How Regulation of Online Advertising in China is Tightening. *China Briefing News*. Online. 22 December 2021. [Accessed 4 May 2022]. Retrieved from: <https://www.china-briefing.com/news/online-advertising-in-china-new-draft-measures-key-compliance-provisions/>

# Appendix 1: China crackdown list

Date	Company	Industry	Market	Market capitalization \$ (21.03.2022)	China revenue's share %	Rest of World revenue's share	Reasons	Restrictions
November 20	Ant Group	Technology/Financial services/ payment processor	non-listed	N/A	N/A	N/A	Not complying with listing requirements	Fined billions of USD + IPO suspension (Shanghai IPO, Hong-Kong IPO)
December 20	Alibaba Group Holding Ltd.	Technology: Internet: e-commerce/ fintech	US + Hong-Kong dual listing	273bn	73%	27%	Violated China's pricing law, anti-monopoly law, data security law, intellectual property, irregularities in merger deals	Fined billions of USD
December 20	JD.com	Internet: e-commerce/AI/Robotics	US + Hong-Kong dual listing	83bn	100%	0%	Violated anti-monopoly law, China's pricing law	Fined thousands of USD
February 21	Vipshop	Internet:e-commerce	US	5.5bn	N/A	N/A	Violated anti-monopoly law	Fined thousands of USD
March 21	Meituan	Internet: e-commerce/ On-demand delivery platforms	Hong-Kong	112bn	100%	0%	Violated anti-monopoly laws, China's pricing law	Fined millions of USD; cut fees for restaurants
March 21	Tencent	Technology/Internet: e-commerce, gaming, social media	US + Hong-Kong dual listing	457bn	93%	7%	Violated the anti-monopoly law, data security law, irregularities in merger deals	Fined billions of USD
March 21	Baidu	Internet/AI/Cloud computing	US + Hong-Kong dual listing	50bn	100%	0%	Violated the anti-monopoly law, data security law	Fined billions of USD + deadline to rectify the violations
March 21	ByteDance	Internet/AI/Cloud computing	non-listed	N/A	N/A	N/A	Violated the anti-monopoly law	Fined thousands of USD
March 21	Pinduoduo	Internet: e-commerce	US	51bn	100%	0%	Violated anti-monopoly law, intellectual property, China's pricing law	Fined thousands of USD
May 21	Kuaishou	Internet: video social network, e-commerce	US + Hong-Kong dual listing	38bn	100%	0%	Violated China's advertising law, data security law	Fined thousands of USD
July 21	Didi Chuxing	Transportation	US	20bn	N/A	N/A	Violated the anti-monopoly law, irregularities in merger deals	Cybersecurity review before IPO + apps removed from mobile stores
July 21	New oriental education	Education	US + Hong-Kong dual listing	2bn	100%	0%	Not in line with private tutoring industry	Activities restrictions
July 21	TAL Education	Education	US	1.8bn	100%	0%	Not in line with private tutoring industry	Activities restrictions
July 21	Gaotu Techedu	Education	US	0.6bn	100%	0%	Not in line with private tutoring industry	Activities restrictions
August 21	NetEase	Internet: online services, gaming	US + Hong-Kong dual listing	57bn	100%	0%	Not in line with restrictions on new gaming rules	Suspended approvals of new video games + limitation of gaming time
December 21	Weibo (40% Alibaba)	Internet: social media	US + Hong-Kong dual listing	6bn	100%	0%	Violated cybersecurity law, minors protection governing law	Fined millions of USD

Source: (Lu 2022), (Wang, Lin 2021), (He 2021), (Wang 2021), (Yu 2022), (Perez 2021), (Chang, goldkorn 2021), (Reuters staff 2021), (Lin 2021),(Zhang 2021)

---

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?  
Manon PAZMANDY

## Appendix 2: Interview document

### Questions – Interview

**IMPORTANT: Do not consider**

**: Conflict (Ukraine-Russia)  
: US/China war**

#### 1. Research question

Has the recent crackdown of the Chinese government on flourishing non-state-owned enterprises changed the sentiments and perceptions of risk within the investment professional community?

#### 2. Context explanation

In China the control of the government over its population and businesses is predominant and the desire to retrieve the old greatness is its highest goal. “Common prosperity” is a concept that first appear under the Mao era (1949). In 2021, Xi Jinping made it a slogan during a speech that characterized the new economic development of China with its set of regulations and laws. The main goal to be achieved is to reduce inequalities in Chinese society while focusing on the lower middle class to be more involved in the economic life through consumption and income spending.







7. As a result of these reforms, has your investment strategy changed during 2021?  
For macroeconomic, microeconomic (valuation) or other reasons (conviction)?
8. How have your return expectations been altered due to political risk? In overall, were you underweighted, neutral, overweighted, or non-benchmarked? Before? During? After the implementation of Chinese reforms?
9. When the first announcements were made and the first drop in values of stocks, did you change your investment case, did you consider this as a buying opportunity, did you apply cautionary rules, or did you apply risk premiums to the stocks?

Question 7

Change in investment strategy:	Reasons: Macro, Micro, RI, CIO, others
	→
	→
	→

Question 8

Return altered :

---



---



---

	Under	Over	Neutral	Non-benchmarked
Before	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
At the moment	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
After	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Question 9

Declining values, Change in investment case:



## Appendix 3: Interview with expert A – transcript

Interviewer : Comme contexte, tout d'abord, dans mon travail de Bachelor, je ne prends pas en compte le conflit actuel Ukraine et Russie, ni le conflit extérieur US/China. Ma question de recherche est la suivante : Les mesures de répression prises récemment par le gouvernement Chinois à l'encontre des entreprises non-gouvernementales florissantes ont-elles changé les sentiments et la perception du risque des professionnels de l'investissement ? Il y a donc ce contexte autour de la Chine et de la « common prosperity ».

Interviewee : Oui. Alors si on prend la définition de la « common prosperity » tel que les autorités chinoises la font, elle est bien perçue en domestique, mais il faut quand même partir de ce concept-là. Elle est plutôt appréciée et elle est bien vendue aux citoyens chinois et donc elle n'a pas beaucoup d'oppositions. Il s'agit d'une chose aussi importante à relever. On a une croissance des inégalités au sein de nos sociétés capitalistes, mais quelque part, on considère que ça fait partie du capitalisme. Cela étant, certains pays sont un peu moins inégalitaires que d'autres. Mais ça fait partie un peu de notre vision d'une société, dans certaines proportions, elle est acceptée. En Chine, c'est plus compliqué. Par définition, le Parti communiste chinois a comme mission de relever le niveau de vie de tout un chacun et il sait qu'il y a un prix à payer. Qui est un peu d'inégalités, mais ces inégalités avaient commencé à devenir un petit peu trop importantes. Il s'agit d'un des trieurs et l'autre très important aussi, c'est que ça reste une dictature. Une dictature au niveau du parti et donc pour le parti, il est difficile de tolérer qu'une entreprise privée en sache plus sur les citoyens chinois que le gouvernement lui-même. Et donc là, effectivement, c'est quelque chose qui peut caper le développement de certaines de ces sociétés-là qui ont accès surtout à des données privées. Ça ne concerne pas les autres sociétés. Dans l'industrie aéronautique, vous allez avoir aucun problème à continuer à innover, à vous développer, à grandir. Cependant, lorsque vous travaillez avec des bases de données et des consommateurs. Là, ils ont des dizaines de millions, voire des centaines de millions de personnes. C'est plus compliqué.

Interviewer : Oui exactement, c'est de la théorie que j'ai pu lire auparavant. Ce sont des choses quand même très particulière à la Chine.

Interviewee : C'est très spécifique à la Chine

Interviewer : Quand on voit aussi ces sociétés et leurs données. Cette réforme qu'ils ont mise sur la data Security. Mais aussi quand on voit finalement Alibaba, qui est devenu tellement grand, rien que de leur ampleur, cela fait peur au gouvernement.

Interviewee : De toute façon. Je reviendrais sur le sentiment des investisseurs, qui est une de vos questions et là je pense qu'effectivement il y a une distinction à faire. Un, on a dit sur l'ensemble de l'activité de certains secteurs. Probablement qu'effectivement la croissance va être un petit peu, temporairement en tout cas mise sous son contrôle. Mais ce sont surtout les véhicules d'investissement qui sont utilisés par les investisseurs

étrangers, notamment, les ADRs, par opposition aux actions domestiques.

Pour compléter, comme point de départ, il y a eu en 2013, aux Etats-Unis avec tout ce qui s'est passé sur la NSA, sur le vaste programme de surveillance. Et ça, cela a réveillé un sens au parti communiste, dans le sens où, on ne veut pas que nos centres de données et les données transitent d'un continent à l'autre. Donc déjà en 2008, il y a eu une idée de faire un ensemble de textes de régulation, qui s'est matérialisé.

Le facteur qu'il faut prendre en compte-là vraiment, c'est se mettre à la place du parti communiste et de comment ils projettent les choses. Ça, s'est matérialisé en trois aspects : Comment va-t-on ordonner aux sociétés de gérer les données, quel protocole de sécurité, et avoir un accès illimité de la part des régulateurs pour effectuer des checks. Le deuxième, c'est d'éviter tout excès capitalistique. Ce qui rejoint le côté « common prosperity », donc le respect des travailleurs, les salaires et les surprofits qu'elles ont obtenu avec les années. Et donc de les redistribuer, ce qui impact la profitabilité. C'est d'ailleurs ce qui a été pointé du doigt en 2021. Ok, la croissance est impactée, mais surtout la profitabilité. Et ça au niveau de l'actionnaire, c'est vraiment le red flag. Et le troisième aspect, c'est ce qui s'est matérialisé pendant l'été. Les nouvelles règles. Vous êtes une grande entreprise maintenant avec ces règles à suivre qui sont stipulées de cette manière. Cela étant, on peut rentrer au cas par cas, que ce soit Alibaba, Tencent ou d'autres sociétés, mais ça se décline vraiment de ces trois, manières là.

Interviewer : Est-ce qu'on commence par la première question ? Elles sont ordonnées des plus larges, à plus précises. Donc quels sont selon vous les risques gouvernementaux chinois liés aux entreprises non gouvernementales, cotées ou non-cotées ?

Interviewee : Voilà, je crois que c'est ce que l'on disait tout à l'heure. C'est vraiment ce contrôle de l'informations. Le fait de voir échapper au Parti communiste un certain nombre d'informations et d'avoir un concurrent interne qui sera représenté par ces grandes sociétés. Notamment les technologiques. Celles qui ont encore accès à des bases de données importantes. Mais ça peut être des télécoms également. Ça peut être des gens de société. Maintenant, on parle beaucoup de la Russie, des oligarques de Poutine. Peut-être un peu prématuré ou tendancieux de vouloir faire un parallèle, mais c'est clair qu'on n'a pas envie d'avoir la prolifération d'oligarques en Chine.

Après, moi, je n'ai pas suivi de très près Mr. Jack Ma qui avait disparu de la circulation pendant deux ou trois mois.

Donc voilà, c'est clair que c'est le contrôle de l'information.

Interviewer : Du coup, par rapport à ces risques-là, quelles perceptions et quel avis avez-vous sur ces risques ?

Interviewee : Je pense qu'ils sont là pour durer. Déjà, ce n'est pas une chose qui va disparaître. Non, au contraire. On a eu effectivement une accélération en fin d'année dernière. Pour le moment, c'est quelque chose, une tendance qui est là pour durer. Elle est là pour durer et elle est là pour être régulièrement consultée. Donc je ne pourrais pas te dire combien de temps. Mais en tout cas une fois par année, les régulateurs, ils reviennent sur le sujet. Et ils vont faire une review de ce qui s'est passé, voir si cela

a été efficace ou pas ? Et on adapte à chaque fois, c'est vraiment perpétuel.

Interviewer : Dans les anti-trust laws que je lisais, les anti-monopoly laws existent depuis 2008. Mais ils ont eu une petite révision en 2020 et après ça s'est arrêté en fin janvier. Ça a duré un mois. Ils révisent chaque année en rajoutant un petit peu.

Interviewee : Du coup ce qui nous amène à la perception. Une notion de d'incertitude pour l'investisseur, c'est vraiment incertain, il faut rester à l'écart. À l'écart on demandait une prime de risque supplémentaire. En fait c'est une décote que l'investisseur demande. Aussi, une autre perception, on a entendu parmi les mesures qui ont été prises, notamment celles liées aux adolescents, les enfants qui ont un temps limité sur les plateformes de jeu etc. Vous parlez à la moitié des parents en occident, c'est la même chose. Ce qui nous dérange nous, c'est que ce soit imposé, évidemment. Mais il y a quand même des choses qui ne sont pas si mal perçues. Certaines d'entre elles ne sont pas si mal perçues en domestique et même à l'étranger. Certains pourraient même se dire, ce n'est pas à moi d'imposer à mon gamin de limiter le temps qu'il passe sur son écran d'ordinateur ou à jouer sur les plateformes.

Interviewer : Je pense que tout parent impose à son propre enfant 1h ou deux.

Interviewee : Oui, voilà. Alors que c'est un peu restrictif quand même. C'est clair, c'est une atteinte aux libertés. Nous, ce qu'on met en avant, c'est l'atteinte à la liberté et c'est quelque chose qui, sur le fond quand même, nous dérange.

Interviewer : Du coup, par rapport à ces risques, vos perceptions ont-elles changés sur les risques gouvernementaux dans les quelques dernières années, et plutôt à partir de quel moment ? Si c'était avant, je pense que c'est forcément lié à ces réformes, ces restrictions, mais est-ce que c'était au tout début, au milieu ?

Interviewee : Alors, le premier, varie d'une personne à l'autre. Mais personnellement, ce que je peux entendre de manière générale, c'est que c'est arrivé très vite d'un coup et qu'on a sous-estimé l'interventionnisme qui s'est mis en place. Parce que si on faisait le parallèle avec les Etats-Unis, c'est très long, ça passe par des juges, ça passe par des divisions, il a des avocats. Ici, c'est vraiment top down. Donc là, la vitesse d'insertion a été très sous-estimée et maintenant on se retrouve un peu avec une situation où tout est possible et donc on a une perception ou on ne peut pas maîtriser ce qui se fait en Chine.  
C'est une perception, donc pas forcément la réalité, mais c'est une perception qui peut ressortir.

Interviewer : Mais du coup, pour vous, avant le risque chinois, il était présent ou pas forcément ? Ou est ce qu'on l'avait peut-être un peu oublié ces dernières années ? Et quand c'est arrivé fin 2020, en premier, avec Ant. group, c'est là ou ça commençait à revenir ?

Interviewee : Il était quand même déjà présent. Il était quand même déjà relativement présent. Alors effectivement, ce qui se passe, c'est qu'il n'y a pas vraiment d'alternative en Europe des GAFAM américaines, on les retrouve qu'en Chine. Donc pour les investisseurs, c'est un peu une alternative. Parce

qu'en Europe, on n'avait pas ce type d'alternative de sociétés. Donc c'est vrai que là, ça a changé quelque chose là. Du coup, on s'est dit est-ce que ce sont vraiment des alternatives aux Américains ? Probablement pas. Cependant, ce qu'il ne faut pas oublier non plus, c'est que clairement, derrière il y a des enjeux de pouvoir géopolitiques. C'est que si dans l'Occident probablement, on aura de moins en moins d'appareils Chinois liés à Internet, que ce soit la 5G avec Huawei ou autre, nous, on est constamment dans 1 milliard de personnes.

La Chine a une zone d'influence beaucoup plus grande que ça. Donc il y a d'autres pays qui peut-être sont un peu moins sensibles que nous à ça justement, cette notion de liberté ou protection de la sphère privée qui vont être plus à même à continuer à se fournir auprès de la Chine. Parce que les produits sont bons et compétitifs. Il ne faut pas sous-estimer cela non plus. La qualité du produit et la qualité des services qui vont avec sont quand même présents à une décote par rapport à l'équivalent Américain.

Interviewer : Du coup. Pour vous, quand a-t-on pu un peu entendre parler en Europe de ces réformes qui ont commencé à être évoquées avant d'être établies.

Interviewee : Ça venait quand même lors de la pandémie, post pandémie. Il ne faut pas le perdre de vue parce que, par exemple, en 2020, au moment de la pandémie, la Chine a été le premier marché touché, mais très peu finalement. La Chine est le seul pays parmi les grandes économies du monde à avoir affiché une croissance positive de son PIB en 2020. Tous les autres, c'était un effondrement mais digne d'une guerre en Europe et aux États-Unis. En Chine, c'était très positif. Le marché chinois a été très performant en 2020.

Par contre, effectivement elle a pris un peu trop d'avance par rapport aux autres marchés. Et en 2021, avant même qu'on commence à avoir, ces nouvelles règles et réglementations qui arrivent qui se focalisent plus sur certains secteurs, le marché chinois avait déjà commencé à sous-performer parce qu'il avait pris trop d'avance. Et entre temps, nous, en Occident, en Europe, aux États-Unis, on commençait en 2021, à voir la sortie de la pandémie, on pouvait l'imaginer de manière un peu plus sereine et donc un effet rattrapage qui s'est fait et les gens qui ont quitté un peu le marché chinois pour le marché européen et américain.

Et sur les six derniers mois, par contre, ce qu'on observe, c'est qu'on a eu une très forte compression des valorisations du marché chinois, qui rend le marché chinois de plus en plus attrayant d'un point de vue des investissements. Donc il y a probablement, vu l'incertitude qui règne, et vu le rôle que l'État peut imposer d'un moment à un autre, à tel ou tel secteur d'activité, parce que quelque part, c'est la technologie, ça a été l'éducation. Peut-être que demain, il y aura un autre secteur auquel on n'a pas pensé, qui pourrait être affecté par ce type de mesures. C'est normal qu'on ait une décote sur le marché. Que l'on ne soit plus d'accord de payer le marché chinois aussi cher qu'auparavant à cause de cette incertitude.

Interviewer : Donc ça c'est plus votre changement de perception, cette décote.

Interviewee : Oui probablement, on peut la mettre là.

Interviewer : Avez-vous plus ou moins une date ou un mois dans l'année 2021, peut-être ou vous avez vu ce changement qui est arrivé et que vous vous êtes dit là on n'est plus d'accord de payer autant ou est-ce que ça vaut toujours la peine.

Interviewee : Je suis co-gérant d'un fonds marchés émergents. Et donc vraiment on avait déjà réduit la Chine en début 2021. Donc on s'est retrouvé à moins devoir agir par rapport à ça. Par contre, maintenant, on l'a remis par rapport à maintenant, on a perdu la Russie, on n'a pas le choix. Mécaniquement, on a dû remonter ailleurs.

Interviewer : Pour quelles raisons avez-vous déjà diminué en début 2021 ?

Interviewee : Parce que le marché est devenu trop cher. Si on prend par titres directs, là où la perception a changé. En fait, on a vu une première correction arriver en avril et l'erreur, c'était de se précipiter. Et justement de sous-estimer que l'été 2021, il y avait une deuxième vague de régulations qui était vraiment concrète. En termes de business model, qu'est ce qui allait changer pour les entreprises privées. Puis également pour les entreprises non-cotées, toutes sortes de start-up qui émergent à droite à gauche en Chine et un questionnaire sur quel est l'avenir de ces start-ups là. On a quand même l'impression que la dimension de l'entreprise fait partie du problème. Alors, tant que vous êtes petits, très innovants peut-être, mais petit, vous ne risquez pas grand-chose à priori. Cependant, vous donnez un problème pour le gouvernement lorsque vous devenez trop gros. Une des questions que l'on se pose, c'est est-ce que les start-ups chinoises ne vont pas commencer à vouloir se délocaliser pour la phase de croissance, de développement ? On crée, on développe, on invente en Chine. Apart si l'on sent que l'on a des perspectives, est-ce qu'on n'a pas intérêt à aller ailleurs ? Ça, c'est potentiellement un problème aussi pour les autorités chinoises. Elles vont assister à des fuites de cerveaux et tout ce qui va avec. Donc ça, c'est potentiellement un problème. Pour finir sur les perceptions des secteurs touchés, tout ce qui est technologie au sens consommation et internet. Il y a de plus en plus la perception ou l'on peut jouer la Chine, mais à travers d'autres sous-secteurs qui sont promulgués par les autorités chinoises, à savoir les énergies renouvelables, les semi-conducteurs. Et donc ça, ce sera peut-être une alternative.

Interviewer : C'est vrai que ces sociétés là, dans l'énergie, les semi-conducteurs, sont généralement des state-owned enterprises qui ont le droit d'être dans les Fortune Global 500, car il y a le gouvernement derrière.

Interviewee : Je pense que c'est un peu votre point 5 pour continuer sur ce qu'on disait. Parce qu'il y a une autre problématique, celle des ADR qui est implicitement, les sociétés cotées hors de Chine. Ça, par contre, une des conclusions auxquelles nous sommes arrivés, c'est clairement si on veut investir dans les sociétés Chinoises, il faut investir dans les sociétés chinoises cotées en domestique.

Interviewer : Avez-vous changés vos investissements pour des actions domestiques Chinoises ?

- Interviewee : Clairement on le recommande maintenant. L'ADR en tant que tel est un véhicule d'investissement qui existe depuis très longtemps, qui est adopté par les sociétés européennes pour s'ouvrir aux investisseurs américains aux heures de marché américaines et élargir la base de leurs investisseurs. Aujourd'hui, concernant les ADRs Chinois, vu le rôle joué par le politique, effectivement ça a changé notre vision des choses et on recommande en fait de switcher des ADRs vers les actions domestiques. Ça, c'est une prise de position. Là, ça a changé, c'est un élément qui a changé dans nos investissements.
- Interviewer : Et puis du coup, en revenant du coup sur la question 4. Les premières restrictions qui sont arrivées, ou plutôt celles qui ont commencé avec les anti-monopoly law ou ils ont repris ce qui existait déjà pour les remettre en place, après celles sur la data security tout en expliquant un peu que ça venait de la « common prosperity », comment avez-vous perçu cela ? Vous vous êtes dit attention ? Ou est ce qu'il n'y a peut-être pas assez d'infos ?
- Interviewee : Comme on l'a dit, on était déjà sous pondérés actions chinoises. Donc on avait moins d'urgence à corriger le tir. Ça ne nous a pas précipité à revenir. Mais ça nous a effectivement servi de piqure de rappel sur la nécessité quand on investit en Chine, d'avoir nos intérêts et les intérêts de l'investisseur alignés sur les autorités. Et typiquement, alors là vous parlez essentiellement d'entreprises, mais en ce qui nous concerne, ça nous conforte dans nos investissements dans les obligations souveraines chinoises en monnaies locales. L'on pense que c'est plutôt quelque chose de positif. Là, on pense avoir effectivement un alignement d'intérêts entre les autorités et nous. Elles, elles vont payer et ne jamais faire défaut. Et deux, ils ont quand même l'envie d'avoir une devise forte, pas forcément trop forte, parce qu'ils exportent beaucoup, donc ils ne peuvent pas non plus avoir une devise trop forte. Mais ils ont compris que pour jouer un rôle dominant, d'un point de vue géostratégique, une devise de référence forte fait partie des critères. Ils doivent cocher cette case-là. Et ils ont donné l'impression en 2015 de vouloir jouer avec la devise pour regagner en compétitivité. Ils ont compris que ce n'était peut-être pas une bonne idée. Et donc ça, c'est un élément aussi à prendre en considération dans notre vision globale de la Chine.
- Interviewer : Font-ils beaucoup d'échanges avec du dollar ? Il y a déjà cette tension en plus à côté de ça avec les US. C'est vrai que dans le monde, on fait nos échanges internationaux toujours plus ou moins en dollars.
- Interviewee : C'est ce qu'ils essaient de développer. C'est de développer notamment l'utilisation du dollar dans la zone Pacifique où ils avaient plutôt l'habitude d'utiliser le yuan à la place du dollar. Les pays avaient l'habitude de commercer entre eux en dollar. Et vu le rôle grandissant de la Chine depuis 20 ans, ils commencent gentiment à demander d'être payés en yuan et pour les échanges en douane. Là avec la Russie, c'est pareil, ce sont eux qui vont acheter le pétrole aux Russes, et ils vont le faire en Yuan. Donc c'est ça aussi, la Chine qui représente aujourd'hui une petite soupape pour la Russie en termes de commerce international. Et pour l'instant on laisse faire.



Interviewer : Donc sur l'impact de vos investissements, vous avez plus ou moins donné comme conseil ou changer pour des actions domestiques. Vous avez fait d'autres choses, vous avez continué votre réduction sur la Chine ?

Interviewee : Non, on en a plutôt fait tout dernièrement. Là, c'est une question de valorisation qui a relevé un petit peu notre exposition. Mais c'est que du relatif. On a plutôt eu tendance à réduire le risque global, qui n'est pas forcément lié à la Chine. Mais à l'intérieur des actions émergentes notamment, on a relevé la Chine plus tard. Parce que l'on a la Chine, qui est en situation totalement opposée grosso modo des autres pays. Ils sont en train de baisser les taux d'intérêt et d'augmenter l'activité économique, alors que dans les autres pays, l'activité économique est plutôt en fin de phase d'accélération.

Par rapport aux risques et aux premières perceptions qu'on a eu des premières annonces à priori négatives. Récemment, depuis maintenant deux semaines, on a un inflow plutôt positif qui commence à venir. Dans le sens où, les régulateurs ont compris qu'ils ont une vision un peu réduite de leurs interventions et que ça impacte les marchés de telle sorte qu'ils sont obligés de réagir. Et donc ce new saut positif c'est justement un éclaircissement sur les ADRs, sur l'audit qui est en cours d'étude, et pour ça malheureusement on doit se fier aux paroles des régulateurs US et Chinois et le deuxième c'est un frein aux régulations sur les big tech chinoises.

Donc à priori, s'ils sont contents avec l'impact des régulations, ça devrait de plus en plus se freiner. Mais pour l'instant, c'est ce qui est ressorti du discours du Conseil d'État Chinois qui a été présidé par le vice premier ministre Chinois.

En fait à l'automne dernier et encore aujourd'hui si l'on veut, l'élément le plus risqué que l'on voit, c'est l'immobilier chinois, ce n'est pas votre sujet. Mais là, ce qui nous rassure, c'est le parti communiste, paradoxalement, c'est un élément stabilisateur à ce niveau-là. Mais c'est vrai que ça, c'est venu à un moment où en plus, il y avait toutes les problématiques liées au promoteur immobilier chinois qui se sont rapprochés du défaut. Donc les sentiments négatifs qu'on pouvait avoir sur les actifs chinois, étaient aussi plus liés à l'immobilier que la régulation. Car là, ça pourrait potentiellement affecter l'ensemble du système financier Chinois et donc l'ensemble de l'économie Chinoise, ce qui n'est pas le cas avec le ciblage sur la tech et ces secteurs-là.

Interviewer : On a eu les premières restrictions au début mars. Après c'est arrivé aussi sur les data security. Est-ce que vos sentiments ont encore plus changé quand il y a eu d'autres réformes qui sont arrivées en plus ? Ou est-ce que vous êtes restés comme au début ? En plus déjà sous-pondéré.

Interviewee : En fait, la manière dont vous investissez sur la Chine, nous on ne le fait pas en ligne directe. Mais les indices chinois, vous avez vu le MSCI China dans lequel il y a pas mal d'ADR, dans lequel il y a beaucoup de consommation discrétionnaire et beaucoup de technologies. Si vous investissez dans les A shares directement sur le marché chinois, vous prenez le CSI 300 avec les 300 plus grandes sociétés chinoises cotées en Chine. C'est beaucoup plus diversifié. Donc, mécaniquement, la bascule, en ce qui nous concerne de profils plus ADR vers le marché domestique nous a mécaniquement fait basculer aussi, en terme sectoriel, vers une plus grande diversification sectorielle et donc une

réduction finalement d'exposition directe à la consommation discrétionnaire. Dans lequel on a les équivalents d'Amazon. Mécaniquement, ça a été un petit peu réduit en faveur de la consommation plus traditionnelle.

Par rapport aux régulations, est-ce que cela a empiré ou pas, ce qu'il fallait savoir, c'est qu'en mars lorsqu'ils ont annoncé la première annonce. Ils avaient quand même donné une timeline des restrictions qui allaient venir. Mais ça restait flou, ni dans quelles mesures. Mais on savait que tes sous-secteurs du commerce, les paiements, le gaming et l'éducation. C'est plutôt dans quelle mesure ou quelle est la portée de la régulation qui a été floue.

Interviewer : Ensuite après quelques mois et le marché qui a bougé, il y a certaines Alibaba ou autres qui ont perdu de la valeur sur le marché. Vos sentiments par rapport ensuite à ça liés au marché, ça c'est toujours le même ?

Interviewee : On est arrivé à un tel prix, les valorisations reflétaient vraiment ce qui se passait en ce moment. Que ce soit l'impact des régulations, l'impact du ralentissement global qu'il y avait en Chine. Et donc on est arrivé à un niveau si bas que l'on disait maintenant toutes bonnes nouvelles seraient catalyseurs pour repartir à la hausse. Après, dans ces cas-là, effectivement, on attend juste que le prix arrête de baisser. Quand on a considéré que les valorisations étaient devenues suffisamment basses. Dans ces cas-là, ça dépend des stratégies. Mais pas forcément besoin de se précipiter ou on peut attendre que le prix commence à gentiment se stabiliser, à se redresser. Pour se dire ok, c'est bon, on peut y aller, on peut acheter parce que on pense que maintenant la décote est terminée.

Interviewer : Suite à ces réformes, votre stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé durant l'année 2021 ? Ça on en a plus ou moins déjà discuté. Mais pour quelles raisons plutôt ?

Interviewee : En début 2021, c'était plutôt pour des raisons macroéconomiques qui nous avaient conduit à réduire l'exposition aux actions. Et pour les mêmes raisons, en fait, on a augmenté notre exposition aux obligations dans la devise domestique. On reste sur les obligations et la devise domestique et sur les actions. On a commencé plutôt en 2022 à revenir. Ce n'est pas là que l'on a augmenté le poids, on a réduit le poids d'autres actions qui mécaniquement, le poids des actions chinoises est remonté. Et là, c'est plus effectivement pour des raisons à la fois macroéconomiques, de perspectives économiques et c'est plus que microéconomique, je dirais la valorisation du prix des actions ou du marché des actions qui est l'agrégat effectivement de la microéconomie.

Interviewer : Avez-vous une team research and investment qui s'occupe de ça ?

Interviewee : Non, nous ne sommes pas spécifiquement sur la Chine, global macro et allocation d'actifs. Donc plus pour des raisons macroéconomiques et maintenant effectivement les premières recommandations spécifiques sont fait par sociétés.

- Interviewer : Du coup, de quelle manière vos attentes en matière de rendement ont été altérées en raison du risque politique ? Aviez-vous une sous-pondération, surpondération, neutre ou non-benchmarké ?
- Interviewee : Donc oui, on l'était avant, on était sous-pondéré. Pendant, on l'est resté et après la mise en place des réformes, on va dire un peu après, plutôt dans ce début d'année ou mécaniquement ce qui est relatif car on n'a pas rajouté des investissements en Chine, c'est qu'on a vendu d'autres choses que la Chine.  
Mécaniquement on redevient plus positif Chine.
- Interviewer : Au niveau des rendements ?
- Interviewee : Non, non, on a bien plutôt au contraire de bonnes performances. Il ne faut pas oublier que dans l'indice des marchés émergents, la Chine, c'est 35 %. C'est le plus gros marché des émergents. Donc à l'avoir juste entre guillemets, peut être suffisant pour battre votre indice de référence.
- Interviewer : Lors des premières annonces, et lors des baisses des premières valeurs, avez-vous modifié votre investissement case, avez-vous considéré du coup plutôt ça comme une buying opportunity ?
- Interviewee : Pas tout de suite, pas tout de suite. On a plutôt été patient.  
Chronologiquement, il y eu un premier message qui a été de la prudence. Et en janvier 2022, là on est repassé plutôt positif. Donc nous n'avons pas de suite considéré cela comme une buying opportunity. On partait peut-être de la position qui était juste, donc on n'a pas eu besoin de se précipiter. On n'a pas eu besoin de vendre à ce moment-là. On ne s'est juste pas précipité pour racheter et on a attendu un petit peu effectivement que les choses se décantent.
- Interviewer : Par rapport aux primes de risque
- Interviewee : Non, pas forcément. Maintenant, c'est clair que ce qui va se passer, même si nous avons un cycle un peu plus positif et constructif sur les actions Chinoises. Il se pourrait que la valorisation devienne un frein. C'est-à-dire que leur valorisation ne puisse pas monter autant qu'historiquement et que donc la performance finale des indices Chinois soit probablement un petit peu moins fort que l'historique. Lorsqu'on valorise le titre on applique un 10 % du capital moyen pour refléter ce risque et donc mécaniquement cela baisse sa valorisation. Disons que l'on a pas mal de signaux au vert sur les actions Chinoises. La valorisation d'une part, le fait qu'on ait une banque centrale qui soit plutôt en mode détente de politique monétaire, un gouvernement qui soit plutôt en mode détente des investissements publics. Il y a la volonté de relancer le segment immobilier, l'activité économique est dans une phase qui avait fortement ralentie au deuxième semestre de l'année dernière. Cette année, elle était plutôt en phase de réaccélération, donc tout ça est plutôt positif. L'élément négatif, c'est effectivement ce plafond de valorisation qui fait qu'on aura du jeu sur les actifs chinois. Parce que le risque politique, il ne faut pas l'oublier. Que le marché avait eu tendance à mettre de côté. Après, c'est récurrent. Les investisseurs dans les pays émergents doivent être prêts à ce type d'événement. C'est l'histoire de l'investissement dans les pays émergents.

- Interviewer : Finalement pour 2022, avez-vous continué d'inclure du coup dans votre allocation d'actifs des investissements sur des entreprises Chinoises ?
- Interviewee : On a plutôt tendance, en relatif, de les relever un petit peu.
- Interviewer : Mais du coup, sur lesquels, plus ou moins précisément ?
- Interviewee : Alors il y a eu les obligations sur la devise, ça c'est resté. C'est plutôt sur les actions, on parlait, ou en relatif, on a plutôt réduit le risque global de nos portefeuilles. Mais en relatif, on n'a pas bougé nos actions Chinoises donc elles se retrouvent avec un rating un peu meilleur.
- Interviewer : Du coup vous avez racheté des actions Chinoises direct ?
- Interviewee : On n'a pas eu besoin de le faire, on a plutôt vendu les autres. Donc notre perception s'est améliorée. On avait vendu plus tôt l'année dernière l'Afrique du Sud, que l'on a racheté depuis.
- Interviewer : Finalement, parmi les nombreux défis que les investisseurs financiers font face aujourd'hui, le risque réglementaire chinois, vous l'élevez à quel niveau ?
- Interviewee : Quand même élevé, mais avec un peu plus de connaissances sur l'étendue.  
On est un peu plus prévenu maintenant, on est un peu plus alertes. Ça revient à ce cap de valorisation, il y a une décote, même quand tout ira bien, pendant quelques temps, même s'il n'y a pas de nouveau durcissement dans la réglementation. Pendant quelques temps, les investisseurs vont se calmer. Jusqu'au moment où on aura oublié. Et c'est à ce moment-là que l'on aura une nouvelle phase de réglementations. Mais disons que pour les investisseurs, le risque réglementaire, ça a été une piqure de rappel. On sait qu'il est élevé et qu'il s'agit d'un frein qui est là pour durer. Le risque a été clairement relevé par rapport aux niveaux précédents. On le savait mais on en tenait plus compte, comme si on ne le savait pas. Donc il a été relevé.

## Appendix 4: Interview with expert B – transcript

Interviewer : A travers cette interview, je cherche à répondre à ma question de recherche qui concerne les mesures de répression prises récemment par le gouvernement Chinois à l'encontre des entreprises privées florissantes et leurs impacts sur les sentiments et la perception du risque des professionnels de l'investissement.

Interviewee : Je dirais que la politique gouvernementale a été appliquée par le gouvernement Chinois ainsi que par la banque centrale Chinoise. Ça donne l'impression d'être un changement majeur pour la propriété privée en Chine. Mais en fait, ce n'est pas une surprise. Cela faisait partie du risque politique inhérent aux investissements Chinois depuis les années 2000 de toute façon. Il y a eu une accélération du capital privé Chinois, mais il y a toujours eu une prévalence aussi des organismes semi-publics. Donc l'état a toujours été dans le paysage et il le restera. Donc franchement, c'est clair que pour les sociétés, pour les individus qui ont été touchés par cette option politique qui consistait à remettre de l'ordre ou à les faire plutôt rentrer dans l'ordre qui est préétabli. Mais ce n'est pas une surprise. Et si cela a été une surprise pour les investisseurs, c'est plutôt un mauvais signe parce qu'ils n'avaient peut-être pas la bonne attitude qu'il fallait pour envisager la Chine. Mais l'intérêt pour la Chine reste très fort de toute façon, parce que c'est une puissance mondiale, c'est une puissance impériale et c'est une puissance économique, c'est une puissance innovatrice. Donc, comme toutes les puissances, elles ont leur caractéristique que l'on aime ces caractéristiques ou qu'on ne les aime pas, si on veut commercer avec eux, il faut simplement s'en accommoder. L'étrangeté de la Chine existe depuis plusieurs millénaires, mais ça n'a jamais empêché ni les Romains, ni les Génois, ni les catholiques, ni les musulmans, etc de connaître et de faire des interfaces avec la Chine.

Donc moi j'ai tendance à prendre une attitude historique, de toute façon, les investissements qu'on fait en Chine, ce ne sont pas des investissements qui seront pour une période courte et qu'il faut se situer dans une perspective très longue. En 1979, quand l'ouverture de Deng Xiaoping est survenue, on la regarde comme un grand changement, comme un big bang. Mais en fait, c'est venu très lentement. En 1979, quand j'étais jeune, je voyais des collègues qui arrivaient de Pékin et qui étaient les premiers étudiants à arriver sur la base de la coopération et de l'ouverture de la Chine. Et la vision que l'on a de la Chine pour le futur ça ne sera pas le vrai futur.

Interviewer : Sont-ils imprévisibles ?

Interviewee : De toute façon, de toute façon. Les grandes puissances impériales, elles sont imprévisibles de toute façon, et on est à la merci de leur puissance. Mais je pense que c'est une question générale, mais la réponse à la question est non.

Le risque économique et le risque politique sont intimement liés. Il y a des périodes, ou on l'oublie, on oublie qu'ils existent à tort.

L'exemple en ce moment de la Russie est très intéressant. On était endormi par rapport à notre vision européenne de l'Ouest et on avait construit un modèle de la relation politique. Ce modèle, il est mis en péril

maintenant et on passe à un autre extrême. Voilà, c'est pour faire juste une petite incursion et une petite incursion dans l'exemple de la Russie, peut être aussi calqué sur l'exemple de la Chine, c'est à dire qu'on avait banni sur les jugements qu'on élabore, sur le risque politique. C'est un risque éminemment subjectif qui, de temps en temps, devient objectif et concret. Parce qu'il se passe des choses très tangibles, comme le crackdown. C'est un exemple, mais ça peut être autre chose. Ça peut être l'émergence de sanctions, ou que ça peut être simplement le bannissement de technologies. Ça peut être plein d'aspects. Le risque politique, il peut se concrétiser de beaucoup de façons, mais c'est un risque qui est générique. À partir du moment où on sort de son territoire. D'abord sur son propre territoire, on a déjà un risque politique qu'on ne voit pas, qu'on ne voit pas parce qu'on baigne dedans. Mais à partir du moment où on sort de son territoire, on a un risque politique qui est décuplé parce qu'on est hors de notre zone de confort politique. OK, donc il devient un risque puisqu'on est en dehors de notre zone de confort. Je dirais que la Chine maintenant, on l'a perçu sur les trois ou quatre dernières années, il y a eu une progression lente pour la reconnaître comme une menace, une menace contre le capitalisme à l'intérieur et une menace vis à vis du monde. C'est relativement récent. Auparavant, tout le monde voulait profiter de leurs opportunités sans comprendre les risques. Donc il y avait un aveuglement coupable sur la perception de la Chine. Tout comme en 1979, on voyait ça comme une espèce de varan de Komodo dormant, sachant qu'une fois que le varan se réveille, il peut vous mordre. Mais on ne voyait pas la menace, et on a créé un environnement, ou on a voulu profiter, on ne voyait que les aspects quantitatifs, la dimension du marché, tous les aspects hyper excitant autour de la Chine. Mais on n'a pas vu que nos ambitions, nos espérances nous amenaient aussi à un certain nombre de problèmes. Le problème du risque politique, c'est que parfois on est victime de nos projections, de nos constructions mentales qui sont simplement créées par l'environnement dans lequel on vit.

On avait exclu la Chine pendant de longues périodes et regardez le ressentiment que cela a amené. Maintenant, quand ils parlent des années après la guerre de l'opium, c'est la grande humiliation. Donc il ne faut pas négliger que c'est ce sentiment d'identité qui sera national ou impérial. Parce que si on le néglige, ceux qui le négligent, on en subira les conséquences tôt ou tard.

Le risque politique il est très dépendant de nos perceptions sur le futur. Et ça n'a rien à voir avec le risque des investisseurs qui disent oui, on va investir dans la Chine et puis on va investir dans deux ans, dans trois ans et après on veut la money back et voilà. Donc la perception des entrepreneurs qui investissent du capital réel dans le pays est différente de la perception des gens qui investissent des shares sur des marchés qui sont complètement détachés de la réalité économique. Et bien sûr, ils veulent de la sécurité. End of the day you have the risk on the ground. Donc il faut plutôt se situer dans la perspective des gens qui sont réellement investis. Et il ne faut pas se payer d'illusions là-dessus. C'est pour ça que je ne suis pas surpris par ce crackdown. C'est un risque inhérent. Le risque inhérent autour de la Chine est perçu.

C'est-à-dire que l'idée qu'on a maintenant sur la Chine comme quoi ils ont voulu absolument squeezer le capital privé et tout. Il y avait une nécessaire remise en ordre parce que le parti sentait que ces gens-là étaient plus puissants que le parti. Nous avons d'ailleurs la même impression ici avec les biftecks. Simplement, eux, ils avaient la capacité d'aller plus vite et beaucoup plus loin que nous. Donc je dirais qu'ils ont l'avantage de leur régime hyper centralisé ou ils ont pris des mesures pas aussi consensuelles que l'Union européenne sur la protection des données. Et ça donne l'impression d'une grosse remise en ordre politique. Mais c'est simplement un équilibrage entre le système public, ce qu'eux estiment le bien public. Vu par un système autoritaire par rapport à notre système qui est beaucoup moins autoritaire, mais qui a sa logique. Ça va dans le sens de l'histoire qui consiste à mettre de l'ordre et à veiller à ne pas être en état de dominance des grandes sociétés technologiques par rapport au gouvernement. Et puis, avec tout ce que ça implique. Quelle que soit cette forme de gouvernement, que ce soit un gouvernement démocratique, un peu dans notre domaine, dans notre façon de gouverner ou qui peut être plus autoritaire. Je suis très neutre par rapport à ça.

Il faut regarder les systèmes politiques comme ils sont et il y en a que l'on aime, que l'on n'aime pas, où on voudrait vivre.

L'approche de Montesquieu, c'est que les cultures marquent les systèmes politiques, la géographie marque les systèmes politiques et il faut s'en accommoder. Donc c'est une très grande tolérance. Montesquieu, c'est la tolérance. Mais bon, voilà. Alors pour revenir, c'est de chercher une approche un peu générale.

Et vous le savez, en matière de nationalisations, on a de leçon à donner à personne. Les pays européens, quel que soit leur âge, la Suisse c'est particulier. Mais que ce soient les Français, les Italiens, les Allemands, les Anglais, les pays nordiques etc. et tous ils ont des vagues de nationalisations et de dénationalisations. Donc la tendance de nationalisation c'est la même chose. On veut s'approprier un bien qui a été généré par le capital puis le privé et on le fait sien du point de vue public.

S'il y a eu le crackdown, c'est une nationalisation. C'est du style une reprise du pouvoir qui plus loin que la propriété privée, c'est le pouvoir que représente la propriété privée. C'est dans ce sens-là, c'est le pouvoir plus que la propriété, dans le cas Chinois. Pourquoi ils ont fait ça ? Parce que c'est quelque chose qui a une valeur extraordinaire pour l'exercice de leur pouvoir. Et donc ça ils ne pouvaient pas le laisser libre. Ça va beaucoup plus loin que l'aspect économique. La culture religieuse Chinoise est panthéiste, donc en fait leur spiritualité n'est pas du tout platonicienne comme nous avec le christianisme, ils sont un peu comme les Grecs, de multiples dieux dans tous les coins qui leur sont très utiles. Pour des choses extrêmement pratiques, pour expliquer la maladie, pour expliquer comment marier les jeunes filles etc. En fait, ils ont une vision extrêmement pratique, comme toutes les sociétés panthéistes et je dirais que si l'on fait l'analogie de la spiritualité Chinoise dans le monde économique, ils sont aussi panthéistes, communiste un jour, capitaliste un autre jour, comment dire, libertaire à un autre moment etc., ce sont des gens éminemment pratiques. À priori, ça se voit dans la médecine, ce sont des poètes. Le statut du poète en Chine est plus important que le

statut de n'importe quel prêtre. Parce que c'est quelqu'un qui est relié à l'imagination, les gens qui font des peintures et sont déifiés.

Donc le crackdown correspond à des objectifs extrêmement précis du gouvernement. Les victimes ressentent le coup du boulet de canon, c'est évident. Mais dans la perspective historique, ça ne remet pas en question la croissance de la Chine, ça ne remet pas en question son potentiel technologique. Simplement, c'est avec une règle du jeu qui est altérée. Par exemple la façon dont ils s'accommodent de Taïwan. Il y a un besoin de Taïwan, numéro un des producteurs de semi-conducteurs mondiaux. C'est un sujet extrêmement intéressant de toute façon, mais la notion de territoire, la notion de puissance, la notion d'influence chez les Chinois est différente de notre façon de regarder. Pour eux, le problème n'existe pas pour les Chinois de Pékin, c'est de toutes façons dans la Chine. Cependant, il y a une énorme quantité de relations économiques entre Taïwan et même en Chine.

Interviewer : Du coup, quels sont selon vous les risques gouvernementaux chinois liés aux entreprises non gouvernementales cotées ou non-cotées.

Interviewee : Le risque. Le risque est lié à la gouvernance principalement. C'est-à-dire que la gouvernance n'est plus dirigée selon les finalités des entreprises, mais qu'il y a des éléments de gouvernance qui sont apportés par le gouvernement Chinois. Et la gouvernance pourrait influencer des choses extrêmement pratiques des entreprises, le pricing, le type de contracteur, les influences. Je dirais que ça peut avoir une énorme conséquence sur la façon dont les boîtes sont gérées et sur la façon dont elles sont contrôlées, auditées et sur la fiabilité des résultats. Donc c'est effectivement un risque important. La gouvernance, c'est ce qui détermine le reste. C'est la définition numéro un de la gouvernance. Ce sont les idées qui déterminent le reste. Donc ça, ça a des risques de transparence, de fiabilité des résultats. Les non-cotées c'est encore pire. Et puis le risque financier aussi est important parce que l'accès aux banques, aux bailleurs de fonds sera déterminé par les autorités qui sont derrière.

Interviewer : Quelle perception et quel avis avez-vous sur ces risques ?

Interviewee : C'est à dire dans notre manière occidentale de fonctionner, c'est très perturbant. C'est très perturbant parce que ça met beaucoup d'incertitudes. Et indépendamment de l'aspect communiste ou non communiste, il y a l'aspect culturel, dans le monde des affaires. Les Chinois n'ont pas de vue aussi précise que nous avons sur les contrats. Donc le contrat est simplement une photographie à un moment donné. C'est comme la photographie que vous avez sur votre passeport. Votre passeport dure dix ans, mais la photo qui a fini par être un peu vieille tel que les Chinois ont un contrat, c'est simplement une photographie d'une relation à un moment donné, mais ça ne présume en rien de l'évolution de cette relation dans le futur. Donc il y a de nouveaux éléments contractuels qui peuvent apparaître, tout comme ils peuvent disparaître. Donc ça, c'est très perturbant pour nous qui avons une règle de droit basée sur les contrats.



- Interviewer : Ces perceptions ont-elles changé ou évolué depuis quelques années ? À quel moment ? Pour quelles raisons ?
- Interviewee : Il y a un grand hiatus entre les investisseurs étrangers et les investisseurs étrangers sur le terrain, les investisseurs étrangers sur le terrain, ils savent ça depuis très longtemps et s'ils sont encore là-bas, c'est qu'ils ont été capables de s'adapter à la situation. Les investisseurs financiers entre guillemets s'ils sont touristes, c'est clair que ça va mal se passer pour eux. Touristes au sens financier du terme, c'est à dire qu'ils sont capables de venir et de partir aussi rapidement.
- Interviewer : Peut-être plus lié à vous directement sur vos sentiments à vous. Avez-vous eu un changement de perceptions par rapport à ces risques ?
- Interviewee : Non, ça n'a pas changé. Je dirais même qu'au contraire, nous revenons sur la Chine en tant qu'investisseur. Car ça représente à travers une diversification que l'on a plus ailleurs. Alors voilà, donc les perceptions sur la Chine dépendent aussi de ce qui se passe dans le contexte purement autour de la Chine. Donc bien sûr que ça a changé. Mais voilà, ça n'a pas été une surprise. Non, les réformes, c'était connu, ça n'a pas changé.
- Interviewer : Alors comment avez-vous perçu les diverses actions sur les entreprises technologiques ? Comment avez-vous perçu les diverses restrictions ?
- Interviewee : C'est une prise de pouvoir pure et simple. Ça revient à ce qu'on disait sur les nationalisations. Quand le pouvoir se sent soit menacé, soit intéressé par l'objet de son désir, comme disait Freud. Voilà, il utilise le pouvoir. Elles sont très contraignantes, mais je dirais que c'est une opinion extrêmement personnelle. En fait, ils ont été beaucoup plus rapidement et beaucoup plus amplement que nous nous sommes capables de le faire par rapport à ces sociétés technologiques. Parce que ces sociétés technologiques avaient atteint un niveau de pouvoir, même encore plus développé qu'ici, par exemple Alibaba, ils étaient absolument partout, dans tous les secteurs de la vie, du système médical jusqu'au système bancaire, jusqu'aux systèmes autoritaires. Il était pire que Google.
- Interviewer : Quels impacts ces restrictions ont-elles eues sur vos investissements financiers ?
- Interviewee : On s'est ajusté parce qu'on a réagi simplement par rapport à l'émergence d'un nouveau risque. Et puis on s'est orienté sur des sociétés qui étaient moins technologiques, beaucoup sur des secteurs du retail, des secteurs qui touchent en fait là la grande transition que veut le gouvernement, qui consiste à aller avec le gouvernement et non pas contre le gouvernement. C'est-à-dire s'orienter vers tous les aspects qui sont liés à la fois au développement de l'économie domestique, le secteur de la santé, le secteur des transports, le secteur des infrastructures. En fait, il y a eu un recentrage. C'est une réorientation stratégique, c'est tout. Il y a eu une réorientation stratégique qui suivait véritablement les limitations que posait le gouvernement.
- Interviewer : Par la suite, quels ont été vos sentiments en raison de l'élargissement de ces restrictions sur d'autres industries ?

Interviewee : Ça, c'était plutôt une surprise. Ce que vous signaler sur les entreprises d'éducation, tout ça était vraiment une surprise parce qu'il y avait une dimension antisociale qu'on n'aurait jamais pu anticiper de la part de ce gouvernement. Oui, ça touche des choses très pointues en bout de course, et particulièrement en 2021. C'est un peu tout un écosystème qui est remis en question. Sur le plan spécifique de l'éducation, c'est à dire que la valeur économique de l'éducation pour le gouvernement a aussi changé. Ils ont une telle quantité de gens qui sont très bien formés et qu'ils n'arrivent pas à caser. Il y a une compétition, absolument, il y a une suroffre de gens bien formés en Chine par rapport à ce qu'ils sont capables d'absorber aussi. Donc ils se sont aussi posé des questions d'équilibrage, une extraordinaire démocratisation des études, de la formation et tout ce qui s'ensuit. Mais je pense qu'ils se sont posés la question de l'adéquation de l'offre et de la demande, qui est une question de base. Et puis en plus le système chinois est hyper méritocratique.

Les sociétés, qu'elles soient privées ou publiques, elles font toujours partie de la politique économique du gouvernement et des régions. Il faut imaginer que chaque région Chinoise, il y a 26 régions, à son propre gouvernement, avec son ministre des finances, son ministre des affaires étrangères. C'est à dire que pour eux, la politique économique, ce ne sont pas les entreprises privées d'un côté et les entreprises publiques de l'autre. Mais tout fait partie potentiellement de la politique économique. Donc ils ne se gênent pas d'imposer des restrictions ici ou là. Nous, on perçoit ça comme une agression véritable de l'état, d'une immission de l'état dans les affaires privées. Donc ce sont des raisons qui sont extra économiques la plupart du temps pour répondre à votre question.

Interviewer : De quelle manière vos attentes en matière de rendement ont été altérées en raison du risque politique ?

Interviewee : Nous, on est revenu sur la Chine à peu près depuis l'été 2021. Donc on était en sous-pondération, maintenant on est en surpondération.

Interviewer : Suite à ces réformes, votre stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé durant l'année 2021 ? Pour des raisons macroéconomiques ou autres ? Pour des convictions ?

Interviewee : Parce que les valorisations étaient très faibles et que de toute façon, il n'y avait pas uniquement que ces aspects de restrictions. Mais il y avait aussi toute la politique monétaire Chinoise qui allait dans le sens de recréer de la liquidité. Et or, les marchés financiers sont très liés à la création de liquidités en Chine.

Interviewer : Pour revenir à la question évoquée avant, étiez-vous sous-pondéré avant et après ?

Interviewee : Plutôt surpondéré sur d'autres industries. Il ne faut pas jouer les indices sur la Chine. Il faut jouer vraiment des secteurs spécifiques, acheter des indices c'est très trompeur parce qu'il y a quand même beaucoup d'industries qui sont state-owned, malgré tout, sur les indices aussi qui sont plus ou moins encore connectés. Mais tout ce qui est, je dirais, le secteur retail, le secteur bancaire, le secteur d'assurance, etc, ce sont

des secteurs qui sont très intéressants. Les infrastructures qui sont cotées aussi.

Interviewer : Lors d'une première annonce ainsi que lors des premières baisses des valeurs, avez-vous modifié votre investment case, avez-vous considéré cela comme une buying opportunity, avez-vous appliqué des règles de prudence, ou des primes de risque.

Interviewee : On n'était pas sur la Chine pendant longtemps, depuis 2018, à peu près. Et puis on est revenus l'année passée, en 2021. La prévalence de ce problème plus la politique monétaire restrictive la rendait intéressante.

Interviewer : Pour 2022, avez-vous continuer d'inclure dans vos investissements des entreprises chinoises

Interviewee : Oui, bien sûr. Surpondérés. On a préservé notre surpondération Chinoise depuis 2021.

Interviewer : Ainsi, parmi les nombreux défis auxquels font face les investisseurs à quel niveau considéré vous le risque réglementaire ?

Interviewee : C'est un risque lié aux marchés émergents. Dans tous les marchés émergents, vous avez le risque politique, vous avez le risque qui est lié à la conversion monétaire. En termes de l'importance du secteur public, ça reste un marché émergent. Car la capitalisation de la Chine doit représenter 4 ou 5 % de la capitalisation mondiale, alors que son GDP représente presque 50 %.

Interviewer : Du coup pour en revenir à la question, pour vous il s'agit plus d'un niveau très élevé ?

Interviewee : C'est un risque qui est lié au marché émergent. Bien sûr, qui est plus élevé. Le Brésil, c'est la même chose, l'Afrique du Sud, c'est la même chose, la Turquie, c'est la même chose. Chaque pays à son propre risque spécifique.

Il faut être extrêmement stoïque par rapport à tout ça, c'est à dire ne pas être impressionné par ce que les gens disent au jour le jour. Par rapport à ce qui se passe.

En janvier 2015, les autorités chinoises ont simplement interdit les cotations sur les marchés premier au 1<sup>er</sup> janvier. Et là ce n'est pas un risque réglementaire, c'est simplement parce qu'ils trouvaient que ça n'était pas correct. Donc ils peuvent intervenir à tout moment. Finalement, il ne faut pas s'affoler. Ce qu'il faut bien, c'est contextualiser ce risque par rapport à l'ensemble des risques.

## Appendix 5: Interview with expert C – transcript

Interviewer : Ma question générale est vraiment sur la perception du risque des professionnels. Mon contexte est entièrement lié à la « Common Prosperity », ce concept du gouvernement Chinois. En ne tenant pas compte du conflit actuel Russie/Ukraine, ni de la US/China war.

Interviewee : La Chine en 40 ans, ils sont passés, pour être peu caricaturale, des rizières aux hautes technologies. C'est un développement qui est simplement incroyable. Peut-être aussi le fait que ça soit un régime, disons, peu démocratique. C'est plus facile de prendre des décisions et d'aller dans un certain sens, et de les faire appliquer. Si on fait des grands parallèles avec le développement du Japon dans l'après-guerre, puis je dirais, avec un petit peu de décalage avec la Corée du Sud, il y a certainement aussi des parallèles à tirer.

Ce que l'on voit aussi, c'est le fait d'être passé de l'usine du monde, donc basé sur des coûts très bas de main d'œuvre, avec des montées en gamme et en termes de savoir-faire de la main d'œuvre, de l'automatisation, de l'intégration, de la technologie. Alors c'est vrai qu'ils savent copier, ils savent s'inspirer. Effectivement, il n'y a peut-être pas la même protection de la propriété intellectuelle qu'ici comme le disait un entrepreneur vaudois, qui avait des usines en Suisse et en Chine, ce qui est fabriqué en Chine, évidemment, ce ne sont pas les produits haute gamme, ni ceux avec de la plus-value. Pour lui, en tout cas, ce n'était pas forcément un problème, mais sans revenir sur les différents accords avec les Etats-Unis, c'est un des points d'achoppement quand même. C'est quand même la deuxième économie du monde, je pense qu'on ne peut pas l'ignorer.

Moi, ce que je vois dans ma clientèle, et avec mon point de vue personnel c'est qu'il faut une exposition stratégique à la Chine, il ne faut pas l'ignorer. Mais ça reste encore très petit par rapport à la taille, ça reste disproportionné par rapport à la taille de leur économie et du poids dans l'économie mondiale. Ce n'est pas non plus encore un pays développé, mais c'est plus un pays émergent. Ils sont un peu entre deux. C'est par opposition aux pays développés, on ne peut pas non plus vraiment les qualifier encore de pays développés, d'un point de vue économique, ça c'est clair. En termes de volatilité, ce sont des marchés qui sont plus volatiles que les marchés développés. Peut-être pas aussi volatiles que tous les marchés émergents, mais il y a une certaine volatilité. Ça se voit aussi dans les performances que l'on peut avoir à la hausse, ou à la baisse. C'est un peu inhabituel sur ces grandes capitalisations, mais effectivement il y a des gros mouvements. D'un point de vue risque/rendement, c'est vraiment intéressant, mais ce n'est pas encore totalement du pays développé et c'est aussi ça que l'on va chercher. Et je pense qu'en terme de diversification, il y a un décalage que l'on voit temporel dans les cycles. Du côté Covid, ils ont réussi à redémarrer assez rapidement, ce qui est en partie parce qu'ils ont pu juguler. Alors que l'Europe et les pays développés étaient quand même en retard. Leur marché a redécollé, la consommation a redécollé jusqu'il y a à peu près une année, en février, lors du Nouvel an chinois lunaire. Il y a eu encore un petit coup de market en début, puis après il y a eu cette correction,

cette correction pour différentes raisons. Après l'été, il y a eu toutes ces mesures de nouvelles réglementations dans divers domaines qui sont venues un peu par surprise. Le temps de les digérer.

On a des gens en Chine continentale, à Hong-Kong et je ne peux pas franchement dire que tout le monde l'a vu venir. Mais c'est vrai que c'est venu s'attaquer au géant de la tech, s'attaquer à l'éducation, s'attaquer à l'immobilier qui sont quand même trois piliers. Disons peut-être que l'on ne s'y attendait pas qu'ils puissent s'attaquer comme ça quasiment de front. Ça a surpris beaucoup de gens. C'est vrai que leur modèle politique est différent. Là-bas ils prennent leurs décisions derrière des portes closes et puis les annoncent. Cependant, ce que les spécialistes ont tendance à dire, c'est que quand ils prennent une décision, elle ne sera pas parfaite et ils vont voir et ensuite corriger le tir. Donc ils vont voir un peu comment ça se développe, si ça se développe bien, tant mieux, sinon quitte à revenir un petit peu en arrière. Ils sont prêts à corriger le tir. Ça il faut leur laisser. La perception du risque de la part des professionnels est cette incertitude parce qu'on ne voit pas bien venir.

Interviewer : Du coup par rapport à la première question, quels sont selon vous les risques gouvernementaux liés aux entreprises non-gouvernementales cotées ou non-cotées ?

Interviewee : Il y a une incertitude, le fait d'investir c'est de toute façon une incertitude, car il y a toujours quelque chose qui peut nous arriver. Mais c'est vrai qu'il y a peut-être moins de visibilité dans les actions du gouvernement. Du fait aussi de leur modèle politique. Et effectivement, il y a moins de visibilité, c'est clair. C'est aussi un modèle plus directif. Effectivement, il n'y a pas cette transparence ou cette visibilité via le marché. Donc ça, ça peut être un risque. On a un peu la volatilité, on peut se dire après ce sont des risques plus spécifiques liés à des entreprises. Là encore, c'est peut-être le manque de transparence. Il y a peut-être aussi une volonté de nationalisme. On le voit dans les grandes entreprises comme Alibaba, Didi, qui sont cotées d'abord aux Etats-Unis mais historiquement qui sont venues chercher les capitaux là, sous forme d'ADRs comme cotation principale et ils ont pu se développer. Mais en même temps, ça a pu montrer à la face du monde que les entreprises Chinoises, actives essentiellement en Chine, peuvent avoir du succès. Et dans ce côté nationaliste, de fierté nationale, c'est vrai que les Chinois veulent aussi montrer qu'il n'y a pas de raison de ne pas se faire coter en Asie, que ce soit encore Shanghai, Shenzhen. C'est quand même une économie qui est plus politiquement dirigée.

Interviewer : Et par rapport à ces risques, quelles perceptions et quel avis avez-vous ?

Interviewee : Le manque de transparence. Je pense que les Chinois apprennent aussi. Ça reste un risque, mais quand il y a un excès, ils vont essayer de le corriger toujours et je pense que ça c'est aussi la leçon que nous les investisseurs nous devons tenir en compte. Il est important de bien comprendre quels sont les objectifs de Xi Jinping, c'est-à-dire cette prospérité. À l'époque de Deng Xiaoping, dans les années 70, ils se sont dit, on va dans le mur, c'était après la révolution culturelle, après avoir évincé Mao, ça a été quand même une période de famine, de répression pas très glorieuse et quand même une forme d'échec. Ils se sont dit, il faut que l'on fasse autrement pour créer de la richesse, pour que l'on

puisse avancer. Et là, ils sont partis sur un système un peu plus capitaliste. Par contre, historiquement, si on regarde le peuple Chinois, les Chinois ont toujours été une nation marchande. Ils sont plus intéressés à caricaturalement faire du commerce que la guerre. Et contrairement aux Etats-Unis, ils n'ont jamais utilisé leur puissance militaire pour imposer leur puissance économique.

Interviewer : Pour revenir à ma question sur les risques, la perception de ces risques-là, quel est votre opinion ?

Interviewee : Ils existent, ça fait partie du jeu, il faut les accepter. Les performances qu'on peut avoir sont aussi à la mesure de ces risques. Mais il y a aussi la volatilité qui est une mesure de risque.

Interviewer : Ensuite, est-ce que la perception de ces risques-là a évolué ou changé depuis quelques années ?

Interviewee : Je dirais que ce n'est pas quelque chose de nouveau, mais que peut être on a été un peu pris par surprise l'année dernière, par la quantité de réformes qui ont été faites. Mais c'est peut-être aussi lié à la vision de Xi Jinping un peu autoritaire qui est peut-être un peu plus là pour rester.

Mais je dirais que ça a peut-être légèrement évolué dans le sens où il faudra regarder un peu plus ce que fait le gouvernement. Il va être un peu plus interventionniste, peut-être de ce point de vue-là, mais ce n'est pas non plus diamétralement opposé.

Interviewer : Du coup, pour vous, le changement est arrivé à l'été 2021 ou avant ?

Interviewee : S'il faut mettre un marqueur temporel, on peut parler de cet été 2021 avec ces réformes, qui, une fois qu'on les analyse, qu'elles ont été digérées, et de comprendre ce qu'il se passait, on se rend compte qu'elles ne sont pas des mauvaises réformes, mais elles sont dans les esprits de la direction mais pas forcément très différentes de ce qu'on fait ici. Il y a des lois anti-trust et si on prend le cas d'Alibaba, il y a une partie des actions contre Alibaba sur le point financier, pour Ant. financiers qui était devenue finalement un peu trop gros, et qui imposait tout. Le monopole de ces entreprises dominantes, du fait de leur puissance de régulation, étouffe la concurrence.

Effectivement, c'est un peu le manque de transparence. Je pense que le gouvernement va essayer d'être aussi un peu plus transparent, ne pas prendre les gens par surprise afin d'éviter de perdre de la valeur.

Interviewer : Lors des premières annonces, comment avez-vous perçu les diverses restrictions du gouvernement sur les entreprises technologiques ?

Interviewee : Je dirais que une fois que le choc est passé. On s'est rendu compte de l'intention du gouvernement et finalement que ce n'est pas si mal. Ce sont les titres que tout le monde a, tel que les GAFAM. Après il faut regarder au cas par cas. Donc là il fallait aussi casser ces monopoles. Les gens sont les consommateurs et il faut qu'ils puissent utiliser les moyens de paiement qu'ils veulent. Donc à quelque part, ça doit profiter au consommateur, ça doit profiter à la classe moyenne.

Si on regarde ce qui s'est passé sur l'éducation et ce qui s'est passé sur l'immobilier, ce sont deux points absolument essentiels. Ça, c'est un truc qui m'a marqué moi et nos collègues Chinois. Lorsqu'on a un enfant on veut le pousser à faire des études, on veut qu'ils aillent dans les meilleures universités, qu'ils aient les mêmes droits. Les familles étaient prêtes à payer beaucoup pour faire bosser leurs gamins, et il y avait des entreprises qui en profitaient excessivement. Donc le but était de corriger cet excès. Sur l'immobilier, la même chose. Quand on est un jeune homme dans la vie active et qu'on aimerait avoir une famille, il faut un logement, mais malheureusement ils n'ont pas les moyens d'investir. Finalement, ce n'est pas une mauvaise chose sur le fond, pour revenir sur l'éducation et l'immobilier, car ça pouvait représenter, surtout pour la classe moyenne inférieure, 50 à 60% du revenu. Et c'est vrai qu'il y a aussi quelque part un peu d'argent qui est parti dans la spéculation immobilière. En fait, il y a les postes essentiels, l'éducation et le logement, qu'ils essaient de réguler afin que la classe moyenne puisse dépenser ailleurs.

Interviewer : Quels impacts ces restrictions ont eu sur vos fonds ?

Interviewee : J'ai envie de dire aucunes. Pour nous ce ne sont pas des restrictions quelque part, ce sont des réformes. Qui à court terme, étaient un peu pénibles, un peu coûteuses. Mais qui à moyen terme sont positives. Je vais vous donner un exemple, dans un des fonds, la position principale, c'était Alibaba, quasiment 10 %. Début août, après les annonces de ces réformes on c'était déjà pris une belle baisse, le gérant a complètement sorti la valeur. Et son évaluation de la société, la société en elle-même est très saine et il la rachètera à un moment donné. Donc ce n'est pas un problème de valorisation, mais d'un peu d'incertitude à court terme. Il a fait une évaluation, une réévaluation du risque sur ce titre-là. Finalement, l'entreprise est saine et continue de bien vendre et faire du bénéfice. Mais encore une fois, c'est un titre Alibaba que vous retrouvez quasiment dans tous les fonds actions asiatiques avec des pondérations assez importantes. Il y avait aussi d'autres entreprises qu'ils préféraient, par exemple JD.com ou on a gardé la position et même renforcé. C'était intrinsèquement, c'étaient certaines entreprises particulières.

Interviewer : Et ensuite, quels ont été vos sentiments en raison de l'élargissement de ces restrictions sur d'autres entreprises et industries qui sont apparues plus tard dans l'année 2021 et ensuite après, par rapport à la perception du marché ?

Interviewee : C'est vrai que c'est surtout sur la technologie que ça a été très visible. Il y a aussi eu des réformes qui ont touché le secteur de la santé. Le rationnel de nouveau, on a une population vieillissante, une classe moyenne qui est là, qui est émergente, qui a aussi des besoins et des aspirations différentes en termes de santé. Mais il y a aussi avec cette prospérité, des changements de comportements alimentaires avec des problèmes comme le diabète. Donc il y a aussi des besoins qui sont différents.

- Interviewer : Et du coup, par rapport à ces autres restrictions sur le healthcare, mais aussi sur l'éducation ?
- Interviewee : L'effet sur les investisseurs a été moins surprenant. Ça fait un truc de plus, mais quelque part, le marché avait déjà passablement baissé. Après quelques mois avec la perception du marché, c'est comme une pierre lancée dans l'eau, ça s'atténue après. La volatilité qui a été associée a été moins virulente.
- Interviewer : Du coup, à la suite de ces réformes, la stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé durant l'année 2021 ?
- Interviewee : Je dirais que ce n'est pas vraiment un changement de stratégie. C'est plus vraiment sur des titres en particulier. Donc je dirais l'aspect bottom up plus que top down. On ne peut pas non plus ignorer ces changements. Si, on devait voir que ces changements étaient mauvais pour un secteur à long terme, oui, ça impacterait. Pour l'instant, on estime que c'est plutôt bon et plutôt bon à moyen terme, plutôt positif. Du coup plus pour des raisons de valorisation ou de risque sur les valorisations.
- Interviewer : De quelle manière, vos attentes en matière de rendement ont été altérées en raison du risque politique ? Aviez-vous vu une sous-pondération, surpondération, neutre ou non-benchmarké, avant, pendant, après ?
- Interviewee : Sur les fonds Chinois c'est de la conviction. Ça reste la Chine, un peu moins de la moitié de leur portefeuille. Je dirais que c'est un modèle de pondération. La plupart de mes gérants n'ont pas une approche top down, mais c'est vraiment du bottom up. La déviation par rapport au benchmark, elle est plus une résultante, mais la construction du portefeuille n'est pas guidée par le benchmark. Donc non-benchmarké, mais selon les statistiques du fond, plutôt neutre avant, pendant et après. Ça n'a pas eu d'impact majeur en termes d'allocation géographique.
- Interviewer : Par rapport au rendement, cela a été plus ou moins altéré à cause des risques politiques ?
- Interviewee : Sur les attentes en tant que tel, à court terme oui certainement. On était déjà dans un trend baissier, qui est venu mettre une couche d'incertitude. Maintenant à moyen terme, long terme, franchement, ça n'a pas un gros impact. Mais encore une fois, ces mesures ne sont pas mauvaises. Mais j'ai presque envie d'être un peu provocant, provocateur et je pense que ça peut peut-être être conduit à la hausse à moyen terme. Finalement à long terme, on a tendance à monter avec les cassures.
- Interviewer : Lors des premières annonces ainsi que lors des baisses des premières valeurs, avez-vous modifié votre investment case, avez-vous considéré cela comme une buying opportunity ? Avez-vous appliqué des règles de prudence ou des primes de risque aux valeurs concernées ?
- Interviewee : Dans le cas de Alibaba c'est clairement une prime de risque plus élevée. Dans le cas présent, ce n'était pas une buying opportunity. C'est plutôt d'attendre et de voir peut-être un autre point d'entrée plus intéressant, quand on verra un peu plus de clarté dans la situation. D'une manière



générale, ça ouvre des opportunités, mais encore une fois au niveau des titres il faut sortir et racheter plus tard.

Interviewer : Et en ce qui concerne 2022 ?

Interviewee : Oui, absolument. Plus que jamais surtout sur les grandes cap Chinoises. On est très positifs sur la Chine. Ce qu'il faut savoir, c'est que la Banque centrale, le gouvernement et la Banque centrale Chinoise ont eu une politique un peu de relance. Ils ont baissé les taux de fonds propres que les banques doivent avoir pour prêter plus. Probablement les effets de relance qu'il faut mettre plutôt en deuxième partie de l'année, au deuxième semestre.

Interviewer : Finalement, parmi les défis auxquels font face les investisseurs, à quel niveau vous considérez le risque réglementaire Chinois ?

Interviewee : Encore une fois, de part le système politique Chinois, sa façon de fonctionner. Un peu au-dessus de neutre, un peu plus que dans un pays développé ou on aurait plus de transparence. Quand il s'agit de pays émergents, c'est vrai y a un peu plus d'incertitude.

## Appendix 6: Interview with expert D – transcript

Interviewer: We may start with an introduction on the subject and your point of view on the reforms in China from last year. And after go through the questions.

Interviewee: Sure. These views are rather personal, I think it is more from a personal background and knowledge, so it's quite personal in that sense. I think the last year's regulatory reforms and everything that has happened has shocked a lot of international investors with a very turbulent market. In the short term, like domestically, it has harmed the economic quite significantly.

For instance, the small, medium businesses in China is not doing well at the moment, because of the regulations. A lot of people lost their job because of the education reform and tech companies as well. But I think if you look for a longer-term perspective, it's a good thing for the government to intervene into such industry because in China over the past decade, tech company has grown so big. There is a term in China, I don't know if you've heard it's called evolution. It is basically evolution, what it means is the competition is so high between each other. A lot of young people cannot buy properties. They can't afford having kids because of that kind of internal society competitions. So, I think common prosperity over the long term, I do believe the concept is right to do things for people in the working class, because it is the major class in China and to create a better society in terms of education, social benefits.

I do think over the long term, this is beneficial to create a larger size of middle class in China. For, a longer-term sustainable growth, but I think it all comes down to how they're going to execute it. Cause the concept is right, but the execution will be the key going forward in the next five decades. In the past Chinese government has had a lot of different type of policies introduced to the society, some policies were executed well, but some just died down, so I think it all depends on how it's going to be over the long term. I don't think the government's intention is to harm or destroy any private companies. I think the intention is, for instance, if you see when it started, it's because of, for instance, Didi, all these companies listed overseas without getting approval of the Chinese government. I think that the Chinese government don't want firms to do whatever they want without getting the approval of the government. So, the governmental risk, in terms of private company, it has been there even before the regulations it's been there since Shenzhen, like decades ago. Because the capital market has grown so significantly in the past, by 10 years, I think the Chinese government is trying to put more structure on it. To have better insights into what these companies are doing, especially when it comes to overseas listing when it comes for instance, to America having more data into China. So, I think that is kind of view the government is taking. I think companies will need to form a better relationship with the government.

Interviewer: In your point of view, when you are implementing your strategy for the fund. Do you think you have all the views on what the government is doing?

Interviewee: It's hard to predict what the government will outline, especially for instance, common prosperity. They say it, but they did not really outline

what the actual policy is going to be in a lot of different aspects, but at the same time with, our fund, because we are more of a consumer focused, a lot of our investments, apart from the technology names or for instance, education names, a lot of other parts already have quite clear policies. So, in that sense, the policy risk is lower. So, for, for instance, we invest in, EV companies where the government is very supportive. So, transparency is low, but for our investments, I think we manage it quite well to avoid barriers. With like going forward once the policies will be released, I think we will have a better understanding to go into those or those companies again.

Interviewer: So maybe the risk, the government risk is more about the unknown around the government, on reforms?

Interviewee: Yeah, exactly.

Interviewer: And what are your perception and opinion on this risk?

Interviewee: I think that this kind of risk is never new for investors to invest into China. It is not a market that is similar to Europe or America. There has always been the government involvement. I think as investors, personally, we just need to power through this environment to find the ideas that you you're comfortable with and with this kind of risk. It's never new but it's just in the past year that there was just more. It's just the kind of barrier that seems like more and with the news, it seems more clouded.

Interviewer: Did this perception change, or evolve in the recent years? Before the reforms and when it happened and at what moment?

Interviewee: I personally, I don't think so. Like I grew up in China, and I moved to UK when I was 15. So, I've experienced the phase where the government actually got into the office and started reforming, cleaning up the corruption. And at that stage, it has harmed a lot of businesses that worked for the government, for instance. Personally, for me, I don't think how I perceive the relationship between the government and the businesses has changed. But it's just more in your face right now. I don't think it's new in the west as well. Like the European Union has been involved into Google or Amazon and I feel like people are putting China on the lens. So, for me, it hasn't changed in the past years, but it's just more how the media is portraying.

I see one point, I think it's quite important to stress: China has grown quite quickly in the past decades, with the level of GDP growth that you don't see in other countries. And when it slows down now to 5%, 5.5%, everyone is shocked. I think it's very important to make the point of middle-income trap. For instance, a lot of Southeast Asia countries are developing quite quick as well, like India in comparison, to developed country like Korea and Japan in Asia. A lot of country has experienced that fast-growing stage but has been stagnated due to middle income track. So I think China is doing really hard to avoid that stage with the growing aging population and transformation from manufacturing to service industry, like how to avoid getting into the middle income track and I think common prosperity, as you said, is the, is the continuation of the story.

Interviewer: At the first announcement, how did you perceive the Chinese government various restrictions on technology companies?

Interviewee: That's very interesting. Because at the beginning, I didn't see this coming. They've penalized these companies before, like years ago with Alibaba. I was quite surprised with Ant. group because it was such a big IPO. Yeah, so much involvement from international investors. But I thought it would just like a frightening tactic from the Chinese government. They wouldn't delist yeah, or not allowed ant. group to list. I was rather surprised.

Interviewer: And what impacts have had these restrictions on your financial investments?

Interviewee: If it's the aggregation of all the restriction. As you have seen the past few years, all the firms have been downgraded mainly due to the impact. And I think hugely was due to the momentum from everyone's trading out of China. Fundamentally, I think a lot of these businesses has powered through a lot of these regulations. They either adapt to it or they've changed their strategies. For instance, like Tencent, they've been impacted by the common prosperity or the child gaming. But all these company, they've been quite resilient, but the share price has been continuously downgraded. Well, of course it was due to the restrictions, but I think hugely it is due to the sentiment when everyone's trading downwards, when everyone was selling from the high. Like it's quite hard to find a ground now, unless in the past weeks where market has been quite resilient. I don't know whether that's the bottom, but these restrictions have become like a trigger point of the market seeing it downwards. And I think it's not only the restriction, but also COVID as well. So, I think it's a combination of factor with COVID with the restrictions and trading momentum that causes a lot to these companies. Because of the macro environment they've been impacted, but also from the operation perspective, the margin. Some companies do delivery 15, 20, 30% top line growth.

Interviewer: So, the impact on the fund, with these restrictions, with maybe people started selling and the share price decreasing. How does it have impacted the fund?

Interviewee: So, we have adjusted our allocation to China. We sold some of our positions in the names that's been hit. Especially some of the tech names, the names that have been harmed with the growth prospects. And we decided to make a cut on some of the companies that we think in the near term near to medium term will have a bigger impact.

Interviewer: Subsequently, how did you feel about these restrictions? Being extended to other companies and industries that appeared in 2021. And after a few months with the market perception?

Interviewee: I think, in short, it's just impacted the sentiment. Like how at the beginning people thought it's just education for instance, or it's just tech companies. But when it extended to like gaming and other areas, I think people didn't really expect that and it just worsen the general sentiment. Especially with

COVID happening with more lockdowns in China happening. I think it's just kind of it really impacted investors sentiment of the market.

Interviewer: And after a few months with the market perceptions, how did you feel about looking at the market?

Interviewee: I think it's more the market, the sentiment. Especially the momentum. Because with that, and that kind of volatility, I think it do impact investors' confidence in the market. And that's when the Chinese officials came out about how Chinese government is trying to stabilize the capital market. I think right now the market is down up, because not entirely because of the restriction, but more because of the general sentiments of the market.

Interviewer: As result of this reforms, has the investment strategy of the fund changed during 2021?

Interviewee: No, no. We've always been, and we will continue to be a quality growth investor. We have our investment criteria, and we continue to look for those companies in China. For instance, we aim for 15% high top line growth companies. Not too high with good cashflow. These companies do exist in China and it's not like they're gone. It's just that at the current environment, it will take more convictions to find these companies and time to find these companies.

We reduced a bit of China, but it's just our allocation, when you talk about investment strategies, on that front, we don't really change that. We've moved more into India, for instance. But we've also explored other areas for instance, Southeast Asia. It's not entirely because of the reforms, as I said, because of COVID and the consequences the reforms have triggered. And the general sentiments, the consumer sentiments due to COVID, we reduce our allocation. Because we are a consumer-focused stock, at the moment in China, due to the COVID situations It has harm consumer sentiments a lot. And thus, we reduce our positions. It is a decision driven by a lot of different factors.

Interviewer: But more linked to the impact on the customers? But it was at the beginning linked to these reforms. So, for you it's impact the fund, but more through the customers?

Interviewee: So, the reason over the past two years has gradually changed.

Interviewer: For you, it's more about valuation or more about conviction from your investment team?

Interviewee: In China it is more of the macro I would say, the consumer sentiment and our convictions in certain companies. Valuation you are right. And some of these company's ability to generate profits and margins has reduced and that's why we decided to change our allocation.

Interviewer: How the return expectation has been altered due to the political risk, like in overall before, during and after the restriction where you underweight, overweighted, neutral, or non-benchmarked?

- Interviewee: We don't really compare directly to the benchmark. Benchmark doesn't drive our investment decisions. We do investment decisions purely based on the companies. If we have high convictions of the companies and the country is doing well, we work best.  
Before we had similar weights between China and India. But right now, we have more India than China.
- Interviewer: And how the return expectation has been altered?
- Interviewee: Because we don't assess our return expectations in this sense. I think it is a bit hard to say, I would say non benchmark. Of course, it has altered the funds return due to the political risk. Yeah.
- Interviewer: When the first announcements were made and the first drop in values of stock, did you change your investment case, or did you consider this as a buying opportunity? Did you apply cautionary rules, or did you apply risk premiums to the stocks?
- Interviewee: When it first announced we were quite cautious about it, we didn't really make any significant moves because we were not sure what was happening. And we didn't want to just sell because we see ourselves as a long-term investor. We were cautionary on everything. But when it continued, we decided to cut some of our loss.
- Interviewer: For 2022, did you continue to include in your asset allocation Chinese non-state-owned companies?
- Interviewee: Of course. As I said, a lot of these companies are doing quite well. It is just current environment is quite challenging.
- Interviewer: Did you add new companies?
- Interviewee: We did, of course. As I said, because we are a consumer-focused company. A lot of these consumer names are not actually impacted by common prosperity. In fact, over the long term, we should see benefits if "common prosperity" does increase the middle-income class
- Interviewer: Do you have industries for example that you added to the allocation?
- Interviewee: EV electric vehicles. We have increased some of the holdings in this segment. Like in this industry policies have been very supportive.  
That's what I said. Like companies in China, I think, are quite used to governments and involvement in the past. It's just the past few years the growth has been so fast.
- Interviewer: And so nowadays, I think that investors are facing many challenges. So, at what level do you consider like regulatory risk?
- Interviewee: I think we shouldn't expect more new regulations but instead regulations more from a development of the existing announced ones. So, I think it's more predictable now what might come. And I think the market has also built into the market's mind, in terms of how modern markets perceived the regulatory risk. So, I think in that sense probably neutral. It's more predictable now.

## Appendix 7: Interview with expert E – transcript

Interviewer : Ma question principale, c'est vraiment sur les mesures de répression prises l'année passée par le gouvernement chinois à l'encontre des entreprises non gouvernementales florissantes, si ces dernières ont changé le sentiment et la perception du risque des professionnels de l'investissement. C'est par mes petites questions que je pouvais répondre à cette grande question ainsi qu'avec le reste de mes recherches.

Interviewee : Les ADRs, les Américains, ils font leur cleaning sur les ADRs en imposant en fait une comptabilité qui soit en ligne avec celle qui est Américaine. C'est d'ailleurs typiquement ça. Il faut faire attention quand on parle du sentiment du marché des investisseurs. Il y a toujours une tendance à surréagir. Mais du coup, surtout dans ce contexte de tensions entre Russes et Américains, les gens se sont dit oulala, il commence à y avoir une chasse aux sorcières. Donc je pense qu'il faut un peu calmer le jeu. Et c'est vrai que du coup, si on parle d'une ADR, c'est une prime ou un discount par rapport à une société locale. Et du coup, avant il y avait une prime parce qu'on se disait voilà au moins c'est côté aux USA, c'est un marché Américain qui est liquide. À cause de cette emprise des Américains et des tensions actuelles, ça crée un risque supplémentaire.

La Chine en fait, et ça c'est important de le mettre dans un contexte global. Si vous prenez les marchés développés depuis des années, on va dire, c'est de l'argent facile. Dans le sens où vous avez des banques centrales qui impriment et très peu en fait de réglementations, de changements structurels et donc ça donne des marchés qui sont poussés par le greed, l'envie de faire de l'argent. Voilà ça c'est grâce aux tuyaux de liquidité qui ont été ouverts à fond et au fait qu'il n'y a pas énormément de choses qui se passent au niveau structurel. La Chine, en fait, elle a une vue qui reste capitalo-communiste, c'est à dire que oui, ils veulent faire le capitalisme, mais sous certaines règles. Donc déjà ils n'ont pas abusé de la planche à billets, contrairement aux pays développés. Et donc, du coup, ils ont laissé la place à des réformes structurelles. Est-ce que cela a de l'impact à court terme sur le marché ? Oui. Mais une fois de plus c'est vu à court terme négativement par le marché mais c'est un bénéfice sur le long terme.

Ensuite, ils veulent qu'il y ait une certaine gouvernance dans les sociétés pour ne pas non plus laisser trop de pouvoir à quelques acteurs. Ils ont donc imposé certaines règles, mais qu'est-ce que cela veut dire pour autant ? Les gens se sont dit, on vend Alibaba, il est sous le feu des projecteurs chinois. Mais est ce qu'ils veulent la mort d'Alibaba ? Mais pas du tout. Je dirais les fondamentaux longs termes des sociétés technologiques chinoises sont extraordinaires. C'est un marché gigantesque. Avec la data that is the new goal. Donc ces fondamentaux structurels longs termes, ils restent. Mais par contre c'est vrai qu'il y a une phase où ils font un cleaning. Mais cela ne veut pas du tout dire qu'ils veulent tuer ces compagnies-là, bien au contraire. Donc oui, il y a des risques court terme. Mais vous connaissez : short term pain, long term gain. Donc, en tant qu'investisseur, si vous avez cette vue long terme. Puis aussi, l'été dernier, toutes les semaines, il y avait un nouveau secteur, l'éducation après les biotechs, les casinos, les boites de tech, les

investisseurs n'en voyaient plus le bout. D'où le sell off the l'année dernière.

Interviewer : Par rapport à la première question, quels sont selon vous les risques gouvernementaux chinois liés aux entreprises non-gouvernementales cotées ou non-cotées ?

Interviewee : Alors oui, il y a un risque. Mais j'insiste sur le fait qu'ils ne veulent pas les tuer mais les réglementer. Ils veulent des structures en place et donc oui, c'est un problème à court terme. Mais potentiellement, ça peut être une opportunité à long terme

Interviewer : Mais voyez-vous d'autres risques liés au gouvernement ?

Interviewee : C'est la Chine, c'est l'autocratie. On sait qu'il y a certains risques qui sont forcément liés à tout pays émergents, tel que le risque politique. Mais à côté de ça, il y a des opportunités gigantesques.

Interviewer : Du coup quelle perception et quel avis avez-vous sur ces risques ?

Interviewee : On arrive à un moment où ces risques commencent à être exagérés. Je dis tout le temps : Is Alibaba the cheapest stock on earth? La croissance et ce que l'on paie. On est arrivé sur des exagérations.

Interviewer : Du coup, est-ce que ces perceptions-là, elles ont changé, évolué depuis quelques années ?

Interviewee : Moi, j'essaie toujours d'être en relatif. En tant qu'investisseur, il faut se dire qu'est-ce que le marché price? Et pour moi, un des éléments ou je me suis dit, là on a touché le fond en termes de sentiments négatifs, c'est quand JP Morgan a publié une étude pour dire que la Chine était non investissable. Moi je pense que ça c'est le pire car ces banques d'investissement manquent d'objectivité.

Alors moi personnellement je suis bullish long terme. Nous on a sorti en fait ce qu'il nous restait parce qu'on savait qu'à court terme, ça allait brasser. On parle dès l'été 2021. Mais il nous restait encore des reliquats en fait l'été dernier, puis on les a enlevé. Regardez ce qui s'est passé au premier trimestre, ça a continué.

Interviewer : Mais du coup, vous vous êtes dit autant vendre à ce moment-là ?

Interviewee : Oui parce que tactiquement on ne voyait pas le bout du tunnel.

Interviewer : Du coup, lors des premières annonces, comment avez-vous perçu les diverses restrictions du gouvernement chinois sur les entreprises technologiques ?

Interviewee : C'est une surprise. Si vous regardez 2020, en fait, il y avait un sentiment général qui était super positif sur la tech globale. Il y avait un discount pour la tech chinoise. Les gens se disaient il y a un discount mais en plus de ça, il y a des taux de croissance qui pourraient être supérieurs. Puis vous savez, c'était la sortie post covid, on se demandait quels étaient les gagnants à long terme de tout ça. C'est la tech, donc on va surpayer pour



les titres de croissance. Donc forcément, vous achetiez de la tech US et puis aussi de la tech chinoise. Donc quand c'est sorti, on a tous été surpris, on n'y attendait pas. C'était à un moment où la tech US continuait de tirer.

Interviewer : Quels impacts cela a eu sur vos investissements ?

Interviewee : Alors, comme je l'ai expliqué, avant, on avait une position sur la Chine qui comprenait de la tech. On avait un ETF. Mais là, on est prêt à revenir en fait. Mais ça, le plus dur en fait, c'est que quand vous avez un bottom comme ça, les gens n'aiment pas la volatilité court terme. Si vous regardez l'histoire de l'immobilier US, il y a eu des années de consolidation puis maintenant ça repart comme c'est pas permis, mais il y a eu des années de consolidation avant cela.

Interviewer : Suite à l'élargissement de ces restrictions sur d'autres industries comme de l'éducation, le transport etc.. Quel a été votre sentiment à ce moment-là ?

Interviewee : En fait, il faut essayer aussi de comprendre ce que veulent faire les Chinois parce qu'on ne tape sur un marché juste pour taper sur un marché. Et je pense d'ailleurs ce qui est intéressant aussi le turning point qui avait permis un rebond assez intéressant, c'est il y a deux ou trois semaines quand ils ont dit vouloir tout de même soutenir et supporter le marché. Ça montrait que c'était un mouvement profond de restructuration et je pense que ça se comprend au niveau macro. En fait, les pays communistes, ils fonctionnent avec des plans à longs termes.

Interviewer : Et du coup après quelques mois avec la perception du marché ?

Interviewee : Moi je reste constructif. Je pense que c'était quand même un signe qu'ils parlent de soutenir leur marché. Mais ce n'est pas pour ça que la confiance va revenir tout de suite. C'est pour ça que je crois en termes de pattern à une période assez longue. Vous savez, il continue d'y avoir des hauts niveaux macro des news qui n'étaient pas géniales sur la Chine. PMI et Covid.

Interviewer : Suite à ces réformes, votre stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé du coup durant l'année 2021 ? Pour des raisons macroéconomiques ou microéconomiques ?

Interviewee : Oui c'était ça, c'est-à-dire c'est au niveau macro : il y a une croissance qui est décevante, la banque centrale et la politique fiscale qui, contrairement aux pays développés, n'aide pas. Donc pourquoi on irait prendre du risque. Il y a quand même l'histoire d'Evergrande. Il y avait toutes ces headlines de réglementations  
Quand vous avez les taxes contre vous, ça c'est la fiscalité. Finalement, il n'y avait pas de fiscalité qui aidait, on ne faisait pas la politique monétaire avec vous et en plus de ça vous aviez la réglementation contre vous. Ça, c'est trois red flags. Mais une fois de plus, si vous regardez bien à long terme, eux, ils pourront se permettre d'avoir une politique monétaire qui soit expansive parce qu'ils n'ont pas eu les excès qu'ont eu les Européens et les Américains. Ils vont avoir de la place pour donner

du fiscal push et puis la réglementation, ça, ils l'ont fait. Et puis ça donne un cleancheck.

Interviewer : De quelle manière vos attentes en matière rendement ont été altérées en raison du risque politique. Globalement étiez-vous sous pondéré, sur ou neutre, ou non benchmarké ?

Interviewee : Du coup, on était sous-pondéré, on avait quasiment plus d'allocation. Avant d'avoir les restrictions on peut dire qu'on était surpondéré, puis on est passé à sous-pondérer et après on dit qu'on est quand même positive. Oui, on a tourné, on est revenu positive sur Chine. C'était il y a un mois ou on est repassé positif parce qu'avant on était cautious. Maintenant on est déjà dans la surpondération.

Interviewer : De quelle manière cela a impacté vos rendements ? Ce risque politique chinois ?

Interviewee : Vous avez des évaluations qui sont complètement écrasées. Quand vous avez des évaluations qui sont très élevées, forcément vous avez plus de upside sur l'expansion des multiples, voir même, vous avez un risque de décompression. Alibaba, depuis son IPO, la croissance des bénéfices a été juste monstrueuse, mais en fait tout a été annulé par une compression des multiples terribles. Et donc maintenant que les multiples sont complètement comprimés, en fait ça vous donne du upside. Donc ils vont continuer à délivrer une croissance qui sera et vous allez avoir une réévaluation du multiple. Donc ça je pense que le expected return est beaucoup plus intéressant maintenant qu'avant grâce à un risque politique qui est maintenant surévalué par les marchés. L'ETF le plus suivi par les investisseurs. Il a énormément perdu.

Interviewer : Lors des premières annonces ainsi que lors des premières baisses, avez-vous modifié votre investment case? Ou avez-vous considéré cela comme une buying opportunity? Ou avez-vous plutôt appliqué des règles de prudence ?

Interviewee : Quand les news sont arrivées, c'étaient des règles de prudence, et une fois que le marché s'est purgé, là ça devient une buying opportunity.

Interviewer : Pour 2022, avez-vous continué d'inclure dans votre allocation d'actifs des investissements sur des entreprises non-gouvernementales chinoises ?

Interviewee : Oui clairement. On a racheté l'ETF. Notre processus d'allocation tactique est à un mois donc.

Interviewer : Et finalement, parmi les nombreux défis auxquels font face les investisseurs, à quel niveau considérez-vous le risque réglementaire ?

Interviewee : Le risque réglementaire, il est forcément un peu plus élevé. C'est ça le problème des marchés émergents, il y a forcément des opportunités et des risques. Il y a ce potentiel très long terme en fait que les marchés émergent ont. Cela étant, il y a des risques, une liquidité inférieure, des risques géopolitiques et puis c'est aussi le risque réglementaire. Ça reste tout le temps à trois ou quatre.

## Appendix 8: Interview with expert F – transcript

Interviewer : Pour la première question, quels sont selon vous les risques gouvernementaux chinois liés aux entreprises non gouvernementales, cotées ou non cotées en général ?

Interviewee : Les risques gouvernementaux. Les risques qui viennent du gouvernement chinois sur les sociétés, je pense que le risque est le risque réglementaire sur des secteurs spécifiques. Où le gouvernement considère qu'il y a un risque systémique, donc c'est systémique dans le sens que ça peut créer un effet boule de neige sur l'économie. Et de l'autre côté, je pense qu'il y a aussi un risque de mismatch entre la direction du gouvernement, d'avoir une croissance de meilleure qualité, plus équilibrée. On a vu l'année passée avec des sociétés high tech. Certaines sociétés tech exploitent un peu le système, et par exemple les livreurs de nourriture qui ne gagnent pas beaucoup. Mais bien sûr, ils sont dans une situation où ils dépendent tellement des sociétés tech. C'est parfois un pouvoir monopolistique. Du coup, le gouvernement est là pour équilibrer ça. Donc en fonction du business, en fonction de l'industrie s'il y a un mismatch par rapport à la direction du gouvernement et le business model, je pense que ça représente un risque. Et ça fait partie des risques réglementaires.

Interviewer : Quelle perception et quel avis avez-vous sur ces risques-là ? Du coup, sur ce risque systémique.

Interviewee : Je pense que c'est un rattrapage des mesures de niveau des réglementations par rapport aux pays occidentaux. C'était jusqu'à maintenant pour la croissance. On laissait ces sociétés tech se développer librement, trop librement. La réglementation sur la société qui n'est pas unique à la Chine. On a vu les mêmes mesures en Angleterre et aux Etats-Unis. C'était jusqu'ici quasiment inexistant en Chine. Je pense que c'est une bonne chose de faire ce nettoyage. Cela étant, il faut voir si le gouvernement cherche à aller plus loin et devenir plus stricte. Aujourd'hui, j'ai l'impression que c'est plutôt un rattrapage. Donc je pense que c'est positif pour la croissance sur le long terme.

Interviewer : Ces perceptions ont changé ou évolué depuis quelques années. Selon vous, à quel moment et pour quelles raisons ?

Interviewee : Ces perceptions sur les risques du gouvernement chinois, forcément. Je dirais que ces perceptions n'étaient pas au service des gouvernements Chinois. Ce n'était pas quelque chose de très important, jusqu'à maintenant. Ce n'est pas quelque chose que les investisseurs regardaient. Là, forcément, depuis novembre 2020, c'est quelque chose que les investisseurs sont obsédés. Et aujourd'hui, on ne pense qu'à ça et on ne regarde plus le business model des sociétés.

Interviewer : Ensuite lors des premières annonces. Comment avez-vous perçu les diverses restrictions du gouvernement sur les entreprises technologiques ?

- Interviewee : Ça a commencé, en novembre 2020 par Ant. Financials. Là-dessus, je pense que c'était un risque systémique. Ensuite, je pense que le trigger était sur les sociétés d'éducation. Je pense que ces mesures ne tenaient pas compte du sentiment de marché. Elles étaient largement trop strictes. C'était également une question d'organisation. Donc l'entité qui s'occupe des régulations a communiqué avec les autres ministres. Mais c'était quelque chose qui négligeait complètement le sentiment des investisseurs. Pour moi, j'ai perçu ça négativement. Parce qu'ils peuvent faire un rattrapage, ils peuvent annoncer ces mesures, mais il faut quand même un certain niveau de visibilité pour les investisseurs et ça, c'est quelque chose qui a été négligé. Donc, même si sur l'effet de ces changements, ces mesures sont positives à mon avis sur le long terme, la manière d'implémenter était un peu trop brusque.
- Interviewer : Du coup, quels impacts ces restrictions ont-elles eues sur vos investissements financiers ? Par exemple sur votre fond EM.
- Interviewee : Ça a impacté en ligne avec le marché. On n'avait pas un positionnement qui était trop agressif, ou plus agressif que les indices sur ces sociétés-là. Donc je dirais, ça a été en ligne avec les marchés.
- Interviewer : J'ai pu apercevoir que vous aviez la position Tencent qui est la plus grande du fond. L'avez-vous toujours eu dans le portefeuille ?
- Interviewee : C'est possible. Oui je l'ai toujours eu dans le portefeuille. De nouveau, Il faut faire attention sur le poids de l'indice. Donc je ne pense pas avoir surpondéré Tencent. Je pense que je suis même sous-pondéré, même si c'est la plus grande position dans un portefeuille, ça ne veut pas forcément dire qu'on est largement plus.
- Interviewer : Sur le fond Asia pacific, la Chine c'est environ 35% ?
- Interviewee : Oui plus ou moins ça.
- Interviewer : Donc ensuite, quels ont été vos sentiments en raison de l'élargissement de ces restrictions sur d'autres entreprises et industries qui sont apparues plus tard dans l'année comme vous avez nommé l'éducation, et ensuite après quelques mois avec la perception du marché ?
- Interviewee : Pour moi, le sentiment, c'est qu'ils sont partis pour un cycle, une phase réglementaire. En commençant par un cas spécifique de choses qui avaient un risque systémique. Mais après, de faire un nettoyage sur le secteur de l'éducation, sur le secteur des food deliveries, sur des secteurs de l'immobilier. Tout ça fait que le sentiment est négatif car il n'y a pas de visibilité sur quand est-ce que cela va se terminer et après quelques mois, c'est la même chose. Cette incertitude que les marchés financiers n'aiment pas.
- Interviewer : Du coup, à la suite de ces réformes, votre stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé durant l'année 2021 ? Et pour quelles raisons ?
- Interviewee : Je dirais que oui. Pour des raisons de visibilité sur le gouvernement. Après, lié à ces réformes, puis à des points positifs qui justifient pourquoi

on ne devrait pas être négatif non plus. Mais pour répondre à la question, oui, on a changé, pour des raisons de visibilité.

Interviewer : Vous avez changé quoi ? Et comment ?

Interviewee : Si on regarde purement au niveau de la valorisation, au niveau des mesures implémentées par le gouvernement pour soutenir l'économie, on devrait être beaucoup plus positifs sur la Chine. Mais étant donné que l'on n'a pas cette visibilité sur à quel point cette phase réglementaire est terminée. On n'est pas plus positif.

Interviewer : Mais pendant l'année, du coup, avez-vous changé quelque chose ?

Interviewee : Avec la valorisation. Je pense que si on avait une meilleure visibilité sur ces mesures, on aurait été plus positif.

Interviewer : Mais, lors des restrictions, vous avez modifié quelque chose par exemple dans le fond ? Sur les sociétés chinoises qui ont par exemple été impactées. Avez-vous vendu ?

Interviewee : Non. Donc de nouveau, on n'est pas surpondéré sur ces secteurs. On a souffert en même temps que le marché.

Interviewer : Donc ensuite, de quelle manière vos attentes en matière de rendement ont été altérées en raison du risque politique ? Du coup, globalement, aviez-vous une sous pondération neutre, surpondération ou non-benchmark ? avant, pendant et après ?

Interviewee : Si on regarde uniquement le risque politique, on a changé le poids, mais c'est relatif par rapport aux régions, à la valorisation, par rapport aux entreprises du marché également. C'est une question qui est un peu plus difficile à répondre, mais je vais dire qu'on est passé de surpondération à une position un peu plus neutre. De nouveau, en raison du manque de visibilité sur ces réformes.

Interviewer : Et après, quand cela s'est un peu calmé, êtes-vous resté sur neutre ? Ou avez-vous remodifié ?

Interviewee : On a ces dernières semaines, ces derniers mois, on commence à être plus constructif. C'est vrai qu'il y a deux, trois messages qui sont un peu plus encourageants, qui donnent l'impression que c'est un peu la fin de cette phase, de ces réformes. Mais pour avoir vraiment une correction, je pense qu'il faut un message plus clair et qu'on n'a pas encore.

Interviewer : Et par rapport au rendement qui a été altéré, il a été plus ou moins comme le benchmark ?

Interviewee : Oui

Interviewer : Ensuite, lors des premières annonces ainsi que lors des baisses des premières valeurs, avez-vous modifié votre Investment case ou avez-vous considéré ça comme une buying opportunity ? Avez-vous appliqué des règles de prudence ou des primes de risque aux valeurs concernées ?

- Interviewee : On n'a pas modifié l'investment case lors des premières annonces.
- Interviewer : Est-ce que du coup vous avez plutôt appliqué des règles de prudence, sachant que vous êtes plus ou moins passé de surpondérer à neutre ?
- Interviewee : Non, je dirais que la vue sur le marché, c'était plutôt sur surpondération à neutre. Il y a beaucoup de facteurs, des considérations relatives à d'autres régions. Mais on n'a pas modifié l'investment case. Je pense que c'est un peu facile de regarder en arrière. Et dire qu'on aurait dû appliquer de la prudence. Mais c'était du jamais vu sur des titres de cette importance pour l'économie.
- Interviewer : Même après certaines restrictions qui se sont plus ou moins terminées, et d'autres qui sont arrivées ?
- Interviewee : On n'a pas modifié l'investment case, mais on n'a pas à considérer cela comme une buying opportunity. On attendait une meilleure visibilité. Dans le métier, si une personne commence à paniquer et vendre, ça peut marcher pendant un temps. Puis il y a beaucoup de fois où ça peut être juste une panique et on va complètement rater le rebond. Dans ce cas précis là, après coup, oui on aurait pu vendre. Mais c'est toujours plus facile après coup. Mais on a été relativement prudent dans le sens où on n'a pas considéré à chaque fois cela comme une buying opportunity.
- Interviewer : Finalement, concernant 2022, avez-vous du coup continué d'inclure dans vos allocations d'actifs des investissements sur des entreprises non-gouvernementales ?
- Interviewee : Oui dans le fond, toujours.
- Interviewer : Avez-vous rajouter en 2022 quelques sociétés chinoises que vous n'aviez pas avant ?
- Interviewee : Je dirais oui, et j'ai même racheté Alibaba il y a 3 semaines. Une augmentation.
- Interviewer : Finalement, parmi les nombreux défis auxquels font face les investisseurs, à quel niveau vous considérez le risque réglementaire ?
- Interviewee : Niveau 3. Un risque qui était très peu considéré par les investisseurs. Et aujourd'hui, une visibilité sur le risque réglementaire, ça reste relativement élevé.

## Appendix 9: Interview with expert G – transcript

Interviewer : Quels sont, selon vous, les risques gouvernementaux chinois liés aux entreprises non gouvernementales, cotées ou non cotées ?

Interviewee : Les risques gouvernementaux, les risques politiques. La transparence, c'est évident. De ce que je vois aujourd'hui malheureusement et qui est un problème, je pense que de plus en plus le gouvernement, en tout cas le PCC s'est mis dans les sociétés mêmes qui sont dites non gouvernementales, en tout cas privées. Et ça, c'est relativement insidieux. Parce qu'évidemment, et notamment dans les sociétés qui sont stratégiques. Bancaire, internet, ces choses là. Donc ça, c'est sûr que c'est un problème. Moi, je trouve que la transparence s'améliore malgré tout. Et d'ailleurs, la Chine a fait un pas incroyable.

Le 1<sup>er</sup> avril, les sociétés listées aux Etats-Unis, les ADRs, qui avaient une transparence extrêmement faible. Aujourd'hui, le gouvernement chinois était d'accord de donner des informations aux Américains. C'est un pas qui, sous la pression américaine, est franchement important. Donc il y a quand même des progrès intéressants mais dans d'autres pans, malheureusement, il n'y a pas de progrès, plutôt un retour en arrière.

Sinon le risque politique des entreprises non gouvernementales, c'est le risque que je vois. C'est ça cette présence, c'est le fait que de plus en plus, la Chine, on va dire plutôt Xi Jinping veuille contrôler le pays d'une manière générale. Donc ça, c'est un risque qui est effectivement important.

Interviewer : Et quelle perception et quel avis avez-vous sur ces risques ?

Interviewee : C'est une question éminemment politique. Bon, on va être franc. Moi, j'ai connu la Chine depuis 25 ans, ça a énormément changé. Dans le bien entre 1996, la première fois que j'ai été jusqu'en 2013 et en 2013, on a réellement vu en fait un changement, un vent de changements plutôt négatifs de fait de l'avènement de la Chine.

Maintenant, si on regarde. À travers le prisme ou les yeux des Chinois, ils ne voient pas de la même manière et c'est un peu lié aussi au point d'ailleurs. Parce que pour revenir dessus, parce qu'un des risques aussi qu'on voit de plus en plus, c'est vrai qu'il y a cette main mise du gouvernement de plus en plus, même sur son activité privée en Chine, mais, mais surtout sur les sociétés qui sont liées à Internet. On a vu toutes les réglementations qu'il y a eu. Mais en réalité, la perception qu'on en a en Occident, elle est très différente. Elle est même à l'opposé, et pourquoi, car on est culturellement à l'opposé. Donc moi, j'ai beaucoup d'amis en Chine qui me disent non. Mais finalement, ce qui se passe sur Alibaba ou sur d'autres choses, sur ce qui s'est passé. C'est plutôt des bonnes choses, parce qu'ils le voyaient probablement différemment. Et nous, on aimerait avoir aussi ce genre de restrictions ici. Parce que quand Facebook vous vole toutes vos données, c'est quand même problématique.

Moi je pense que c'est plutôt sur le long terme, très bon. Parce que la Chine veut réellement éviter le monopole de quelques ou des duopoles de sociétés dans leur pays. La force d'un Google n'arrivera jamais en Chine, la force d'Amazon non plus. Ils veulent vraiment casser ça pour le bien des consommateurs en réalité, pas forcément pour le bien des actionnaires. Donc moi, je n'ai pas un avis forcément négatif là-dessus, en tout cas pas à long terme.

La grande différence si vous voulez simplifier, c'est que l'Occident est profondément individualiste et c'est pour ça que de l'individualité est née le libéralisme, c'était une évidence. Alors qu'en Chine et depuis la nuit des temps, c'est du collectivisme. C'est pour ça que le communisme a pu s'ancrer dans la Chine et dans tous les autres pays. En Chine, ça ne pouvait que marcher, parce qu'ils ont justement cette vue, en fait familial. C'est la famille d'abord, donc ce n'est pas l'individu. D'abord, c'est la famille d'abord, et la famille au sens large. Donc, à partir de ce moment là, ça change toute la perception des choses. Parce que quand le gouvernement prend une décision, il le voit comme pour le bien du peuple. Il ne cherche pas à obtenir du gouvernement une faveur individuelle. C'est un peu schématique parce qu'ils ont aussi les mêmes préoccupations que nous.

Interviewer : Ces perceptions ont-elles changé ou évolué depuis quelques années ?

Interviewee : Oui, oui, 2013. Très clair, très clair à l'avènement de Xi Jinping. C'est clairement un tournant dans l'histoire de ces 50 dernières années. Je pense que c'est aussi important que l'avènement de Deng Xiaoping en 1989 qui a changé tout en Chine.

Interviewer : Comment ces perceptions ont-elles évolué par rapport à ces risques ? Depuis quand exactement ?

Interviewee : C'est depuis 2013. Après, c'est évolutif mais ça s'est accéléré, on va dire à partir de 2018. En fait, il y a une accélération extrêmement forte dès 2018. Et puis en 2020, c'est le feu d'artifice. Dans le domaine de l'éducation, c'est un truc de dingue. C'est super intéressant dans ce domaine là, car on voit très clairement la différence de culture, car là il le voit d'une manière extrêmement positive ce qui s'est passé.

C'est plus que ça, c'est-à-dire que les familles se saignent pour l'éducation parce que quand vous devez rivaliser avec 1 milliard de personnes. Mais justement, c'est pour ça qu'il a voulu mettre aussi un holà en réalité, parce que ça devenait complètement fou. Donc il y a une pression énorme et qui n'est pas bonne psychologiquement, ça c'est évident. Mais auquel cas maintenant, ça s'est amélioré. Quand on voit quand même un changement et d'ailleurs on voit émerger beaucoup d'écoles de musique, de sport, et d'activités annexes que les jeunes ne faisaient pas encore. Parce qu'il y a un manque de créativité dans la société chinoise et asiatique. D'une certaine manière, c'est des machines à apprendre, mais ce n'est pas des machines à imaginer.

Interviewer : Ensuite, lors des premières annonces, comment avez-vous perçu les diverses restrictions du gouvernement chinois sur les entreprises technologiques ?



- Interviewee : Donc négativement, au début, c'est clair. Mais je pense que comme tout un chacun, en réfléchissant un peu, je dirais que, en fait, ce n'est pas tellement le fait qu'ils aient introduit des restrictions quand même très très dures. C'est le fait qu'ils ont à quelque part, et notamment dans l'éducation, squeezé les actionnaires de ces sociétés là. Comme Tal Education, comme New Oriental qui étaient vraiment les deux grandes sociétés dans l'éducation. Je pense que les investisseurs étrangers, comme ça a été coté à New York, d'ailleurs, il y a énormément d'étrangers dedans. Ainsi, je pense qu'à ce moment là, la perception des étrangers sur le marché des actions chinoises a véritablement tourné et on ne s'en est pas remis depuis. Pour être franc, et je pense que ça va mettre longtemps pour que les investisseurs étrangers reviennent dans le marché chinois.  
Mais c'est vrai que moi je continue à acheter et même pour moi. Parce qu'il y a de la valeur.
- Interviewer : Il y a eu pour vous ce côté négatif au début, mais ça s'est vite dissipé ?
- Interviewee : En comprenant les tenants et les aboutissants, mais avec quand même des craintes sûres. Je vais être franc personnellement. Dans notre portefeuille chinois, on a vendu quasiment tous les titres ADRs aux US parce que ça comportait un risque important de squeeze tout simplement. Et c'est pour ça que l'annonce du 1<sup>er</sup> avril de cette année était importante pour moi, parce que ça va nous donner un certain confort. Mais à ce moment là, c'est clair qu'il y avait un manque de confort total et de confiance.
- Interviewer : Quels impacts ces restrictions ont elles eu sur vos investissements ?
- Interviewee : Vendu, on a vendu. On a allégé. J'avais déjà vendu Tal et New Oriental déjà un ou deux mois avant quand il y avait des rumeurs pas terribles. Mais bon, on avait quand même encore des positions, et on a vendu ce qu'on pouvait vendre. C'est pas toutes les entreprises technologiques quand même. Parce que Alibaba, j'ai gardé.
- Interviewer : Est-ce que cela a engendré des pertes ?
- Interviewee : En intrinsèque, oui mais moi je suis en relatif par rapport à l'indice. Ça a suivi plus ou moins le benchmark. Mais comme j'étais sous pondéré, c'était pas une grande perte. Je n'avais pas beaucoup de technologies en réalité qui étaient cotées aux Etats-Unis, on a plutôt des heavy cars, Baidu qu'on avait et qu'on a plus d'ailleurs.
- Interviewer : Et du coup, par la suite. Quels ont été vos sentiments en raison de l'élargissement de ces restrictions sur d'autres entreprises? Et puis après? Après quelques mois avec la perception du marché ?
- Interviewee : Pour être franc, je pense qu'on n'aurait jamais imaginé, mais sur le moment, je ne pensais pas que le gouvernement irait de plus en plus loin dans cette aventure. Pour moi, l'éducation, c'était le premier pas et c'était relativement logique, plus ou moins logique. Mais je ne pensais pas qu'ils allaient après être aussi sévères justement sur le data contrôle etc. et ce n'est pas fini, malheureusement. Beaucoup disent que le gros pas est fait.

Mais on going, aujourd'hui, si je regarde mon portefeuille Chinois, il n'a rien à voir avec ce qu'il était il y a deux ou trois ans en termes de risque, de secteur etc. où on a nettement moins de choses liées à ces risques gouvernementaux. Effectivement. Et on revient à des investissements qui étaient des investissements chinois des années 2000-2010. On recommence à avoir des banques, on recommence à avoir de l'industrie lourde et plein d'autres choses, des batteries, des trucs assez standard et moins high growth.

Interviewer : Plus finalement liés à des industries qui sont plus protégées par le gouvernement ?

Interviewee : Pas forcément, mais qui sont moins liées à ces risques là. J'ai une entreprise qui fait des batteries. Il n'y a pas réellement de risque que le gouvernement s'immisce dedans.

Mais ce qui est sûr et ça vaut pour moi aussi, c'est que vous ne pouvez pas gérer un portefeuille chinois si vous n'êtes pas avec le mood politique. C'est vraiment la politique qui « Drive Everything » et c'est moins le cas quand même dans les pays développés, où il y a quand même plus de liberté. Je ne suis pas le seul à le faire, mais la Chine a un plan directeur sur les cinq ans, il vous suffit de lire son plan et vous saurez où il faut investir. Aujourd'hui elle investit dans tout ce qui est énergies renouvelables, matières premières, industrie lourde, et consommation. Malheureusement, aujourd'hui tout ce qui est un peu plus technologique ou disons delivery, e-commerce, internet, c'est clair que l'impact est un peu plus gros.

Interviewer : Au début vous pensiez que ça n'irait pas plus loin, et ensuite avec la perception du marché ?

Interviewee : Franchement au mois de septembre, pour moi, c'était une surprise. Je n'aurais pas pensé que la Chine ferait une telle performance négative en réalité et d'ailleurs tirée par toutes ces sociétés là qui pèsent des poids importants dans ces indices.  
Quand Alibaba, fait, je dirais, 2/3 du e-commerce chinois, ça commence à devenir problématique quand même. Meituan c'est grosso modo la même chose, voir même plus en termes de delivery, où ils ne paient rien leurs chauffeurs de mobylette. C'est clair que ça pose des problèmes à la fin de la journée.

Interviewer : Quand vous avez perçu le marché qui est en train de tomber. Vos sentiments étaient similaires ?

Interviewee : On pense toujours que le marché va rebondir parce qu'il devient de moins en moins cher. Et on arrive toujours à se rassurer en se disant non, ça ne peut pas continuer. Et le problème dans les marchés émergents et la Chine en fait partie, c'est que tout d'un coup, vous pouvez avoir un mois qui va faire plus 20, et si vous n'êtes pas dedans, c'est une catastrophe. Donc on attend ça depuis douze mois mais ça ne vient pas. Et pour sortir de ça, on attend un trigger qui vous fasse dire maintenant on est vraiment au plus bas. Mais je pense personnellement que le trigger pour la baisse c'est la sortie de la Chine du Covid.

Malheureusement ils sont tombés maintenant en plein dedans avec les lockdowns qui ont enchaîné à Shangaï. Pour reprendre leurs activités il faut que le gouvernement arrête le zéro policy, parce que ça, ça leur fait mal. Mais là, il commence à y avoir des manifestations dans les rues, on en parle pas.

Interviewer : À la suite de ces réformes, votre stratégie d'investissement en Chine a-t-elle changé durant l'année 21 pour des raisons macro, micro ou autre ?

Interviewee : Oui, la réponse est claire. Je ne dirais pas par rapport à la valorisation, parce que, en réalité tout le marché n'est pas cher, donc même une Alibaba qui théoriquement se payait entre 25 et 35 fois, vous êtes à quatorze fois les bénéficiaires. Je pense que ce sont plutôt des raisons macroéconomiques, ça c'est absolument évident. Plutôt du rebalancing. Parce que c'est vrai que la Chine, depuis cinq ans, on nous a vendu le China 2.0 à quelque part. Effectivement, vous avez une Chine qui a grandi de manière hallucinante, grosso modo pendant 20 ans sur des secteurs lourds de l'industrie. En 1996 on investissait dans des containers, dans des ports, des infrastructures. On va dire, depuis 2011, un petit peu avant même déjà 2009, 2010, c'est vrai, est apparu tout ce qu'était Internet. Alibaba est rentré en bourse en 2010, quelque chose comme ça grosso modo. Donc c'est là qu'il y a eu un vent de changement et tout le monde a été dans ces titres de croissances élevés, etc. et aujourd'hui on est en train de retourner vers la Chine d'avant sans être totalement dans les mêmes secteurs ou les mêmes activités. Donc aujourd'hui, effectivement, on va plutôt dans du solaire.

En réalité, ce que veut Xi Jinping, c'est l'harmonie sociale. Donc, évidemment, il ne faut aucunes tensions sociales, c'est sa première priorité. Et à partir du moment où vous avez des gros mamouths qui profitent évidemment de la situation pour payer des salaires extrêmement bas, ça pose un problème et donc c'est sur ce quoi il essaie de se battre et il y est arrivé complètement. C'est pour ça que les gens le voient de manière positive.

Cela étant, il y a des thèmes qui restent toujours comme la consommation, qui va encore rester très longtemps. Parce que vous avez 1 milliard de gens qui doivent se nourrir tous les jours et que d'acheter du Food and Beverage, c'est du Nestlé, du cash flow et c'est très bien. Ça ne va pas diminuer au contraire, ça a augmenté. Donc on reviendra probablement à du basique finalement.

Interviewer : Ensuite, de quelles manières vos attentes en matière de rendement ont été altérées en raison du risque politique ? Du coup, globalement, aviez-vous une sous pondération neutre ? Surpondération ? avant, pendant, après ?

Interviewee : Oui, clairement, tout ce qui touche aux sociétés à très forte croissance où on met une évaluation un peu plus basse, très clairement. Et le meilleur exemple, c'est Alibaba. Mais clairement, même si on prend une société comme Baidu qui se traite à 30, 40, 50 fois et aujourd'hui c'est 12. Et d'ailleurs, c'est le marché qui le donne d'une certaine manière. Donc on peut rien y faire et on reviendra pas comme avant. Alibaba ne va plus

jamais traiter 30 fois les bénéfiques. Et puis il y a même de la décroissance. Les ventes augmentent toujours, mais c'est la marge qui diminue et parce qu'il y a une compétition énorme dans le e-commerce et si on regarde l'évolution de la marque Alibaba, c'est une catastrophe en réalité. Qui rivalise avec Alibaba ? Pinduodo, Meituan, JD.com. Mais cela dit, c'est vrai que la baisse d'Alibaba profite notamment aux autres et notamment à Pinduodo.

Si on regarde dans l'industrie en question, j'avais plutôt une surpondération dans tout ce qui était un peu China 2.0. Et puis je me suis mis neutre et ensuite évidemment sous pondéré. Donc moi je suis pas du tout benchmarké. Après si on regarde, on a des portefeuilles emerging market par exemple, sur la Chine ou on a toujours été surpondéré, on a toujours gardé ça et ça fait 20 ans.

Interviewer : Lors des premières annonces ainsi que des baisses des premières valeurs, avez-vous modifié votre investment case ? Avez-vous considéré cela comme une buying opportunity ? Avez-vous appliqué des règles de prudence ? ou avez-vous appliqué des primes de risques aux valeurs concernées ?

Interviewee : Lors des premières annonces. J'avoue, comme je l'ai dit avant, je ne pensais pas que ça allait être spill over sur toute une partie du marché. Mais d'un autre côté aussi, on n'a pas acheté vraiment. Il y a quand même deux ou trois trucs que j'ai fait, parce qu'il y a des choses qui sont totalement à mon avis débilés, en termes de valuation donc il y a eu des buying opportunities. Moi je pense qu'en 2021 il y a eu beaucoup plus de trading. Et moi, si je regarde le turn over de mon portefeuille, il était deux fois plus grand qu'en 2020 ou 2019. Donc on voit qu'il y a eu beaucoup d'activité. Oui on a appliqué des règles de prudence en vendant certaines valeurs. En fait, ce que personnellement j'ai fait et d'autres gens aussi, qui ont vendu les affaires aux Etats-Unis et sont rentrés surtout sur le marché local et les A shares à Shanghai. Alibaba je l'ai à Hong-Kong et plus en ADR.

Interviewer : En 2022, avez-vous continué d'inclure des investissements dans des entreprises non-gouvernementales chinoises.

Interviewee : Oui, mais on n'a pas augmenté la Chine en 2022. Surpondéré Chine, sous-pondéré Corée du Sud, Taiwan. Nous, on n'est pas très actif, on est plus sur le long terme. Après en Chine, je n'ai que des non-gouvernementales dans mon portefeuille.

Interviewer : Finalement, parmi les nombreux défis auxquels font face les investisseurs, à quel niveau considérez-vous le risque réglementaire, en Chine ?

Interviewee: C'est évidemment the highest risk. Mais je ne pense pas que ça va être le plus gros risque sur les dix ans qui viennent. Je ne vois pas en quoi ils vont pouvoir réglementer plus les autres industries. On revient à un système totalement communiste et donc il faut quitter la Chine à ce moment. Mais je pense que oui, ça peut être encore le risque le plus élevé pour cette année.