ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mirow, Thomas

Article

Nachtrag: Abwehr ausländischer Staatsfonds: Aktive Industriepolitik oder "neue Schutzzäune"?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Mirow, Thomas (2007) : Nachtrag: Abwehr ausländischer Staatsfonds: Aktive Industriepolitik oder "neue Schutzzäune"?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 60, Iss. 18, pp. 6-9

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/164465

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

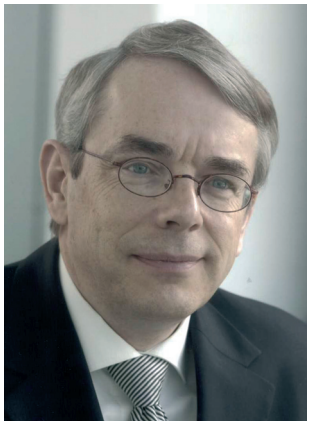
If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Nachtrag: Abwehr ausländischer Staatsfonds: Aktive Industriepolitik oder »neue Schutzzäune«?

Sollte das Engagement ausländischer Investoren, insbesondere Staatsfonds, in Deutschland kontrolliert werden? Ergänzend zu den im ifo Schnelldienst 17/2007 veröffentlichten Beiträgen stellt Thomas Mirow seine Argumente vor.



Thomas Mirow*

Ausländische Staatsfonds: Kein neues Phänomen, aber eine neue Dimension

Spätestens seitdem China ankündigt hat, 3 Mrd. US-Dollar seiner Währungsreserven in die Private-Equity-Gesellschaft Blackstone zu investieren und eine staatliche Anlagegesellschaft mit 200 Mrd. US-Dollar auszustatten, werden Chancen und Risiken von Staatsfonds auch in Deutschland intensiv diskutiert. Angesichts mancher Aufgeregtheiten dieser Debatte erscheint eine nüchterne Betrachtung angebracht, womit wir es zu tun haben und welche Konsequenzen daraus zu ziehen sind.

Staatsfonds, also staatlich kontrollierte Anlagegesellschaften, die staatliche Fremdwährungsaktiva getrennt von der traditionellen Zentralbankenverwaltung anlegen, sind nicht neu. Neu sind jedoch die Fondsvolumina, das erwartete weitere rasche Wachstum, die stärker renditeorientierte Investitionsstrategie sowie die Konzentration der großen Staatsfonds auf wenige Länder. Gemäß vorläufigen Schätzungen der Investmentbank Morgan Stanley beträgt das Vermögen von Staatsfonds zurzeit **ca. 2 500 Mrd. US-Dollar**. Der überwiegende Teil dieses Anlagevermögens entfällt auf Fonds aus sieben Ländern: Vereinigte Arabische Emirate, Singapur, Norwegen, Saudi-Arabien, Kuwait, China und Russland. Zum Vergleich: Das Anlagevermögen sämtlicher Hedge-Fonds wird vom IWF Ende 2006 auf ca. 1 400 Mrd. US-Dollar geschätzt. Die gesamte Marktkapitalisierung der 30 DAX-Unternehmen betrug im Übrigen Ende August 2007 knapp 800 Mrd. €, also etwa 1 100 Mrd. US-Dollar.

Die Währungsreserven der arabischen sowie asiatischen Länder werden aufgrund der hohen Öleinnahmen bzw. Exporteinnahmen und damit einhergehender Leistungsbilanzüberschüsse weiter schnell wachsen. Zugleich wird mit einer rascheren Zunahme asiatischer Staatsfonds verglichen mit den Fonds ölexportierender Länder gerechnet. Nicht zuletzt Chinas Wechselkursregime trägt zum raschen Aufbau von Währungsreserven bei. Es ist anzunehmen, dass mit der Zunahme der Währungsreserven auch das Anlagevermögen der Staatsfonds wachsen wird. So schätzt Morgan Stanley, dass das gesamte Anlagevermögen aller Staatsfonds **2015**, also in weniger als einem Jahrzehnt, über **12 000 Mrd. US-Dollar** betragen könnte!

Über die **Investitionsstrategien** der Staatsfonds und die Zusammensetzung ihrer Anlagen ist wenig bekannt. Allein Norwegen veröffentlicht regelmäßig detaillierte Informationen zu seinem »Government Pension Fund«. Zwar verfolgen Staatsfonds traditionell sichere Investitionsstrategien. Es ist aber davon auszugehen, dass die meisten Staatsfonds das Ziel haben, eine höhere Rendite zu erwirtschaften, als es durch die traditionelle Anlage von Währungsreserven möglich ist. Dies dürfte zumindest hinsichtlich eines Teils der Anlagevolumina zu einer Diversifizierung der Mittel und einer höheren Risikoübernahme bei höherem Ertrag führen.

Darüber hinaus gehen Analysten davon aus, dass die staatlichen Investitionsfonds zunehmend direkt an den Kapitalmärkten investieren anstatt über Banken. Zwei Drittel der Auslandsinvestitionen fließen Schätzungen von Marktteilnehmern zufolge derzeit noch in Bankeinlagen, festverzinsliche Wertpapiere und Aktien, etwa ein Drittel in Immobilien oder andere Direktinvestitionen. Das Kapital der meisten ölexportierenden Länder wird zu einem hohen Anteil in US-Dollar-Anlagen investiert (der IWF schätzt 60%). Damit und über ihren Beitrag zu den weltweit

* Dr. Thomas Mirow ist Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen.

Tab. 1
Volumen der Staatsfonds

Land	Staatsfonds	Fondsvolumen (in Mrd. US-Dollar, geschätzt)[a)]
Vereinigte Arabische Emirate	Abu Dhabi Investment Authority	875
Singapur	Government Investment Corporation + Temasek Holdings	489,21
Norwegen	Government Pension Fund – Global	341,2
Saudi-Arabien	Diverse Fonds	300
Kuwait	Reserve Fund for future Generation	250
China	State FX Investment Corp. + Hueijing Co	200
Russland	Stabilization Fund	24

[a)] Morgan Stanley.

Quelle: Zusammenstellung des Autors.

niedrigen Zinsen haben sie die Finanzierung der US-Leistungsbilanz erleichtert. Daneben gewinnen Unternehmensbeteiligungen an Bedeutung. Aggressivere Anlagen beinhalten auch Investitionen in Hedge-Fonds, so dass Beteiligungen von Staatsfonds an Hedge-Fonds durchaus möglich erscheinen.

Über die möglichen **weltwirtschaftlichen Auswirkungen** (auf die globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die Wechselkurse, die Vermögenspreise oder die Finanzmarktstabilität) von Staatsfonds lassen sich noch kaum eindeutige Aussagen treffen. Es ist möglich, dass sich der Anreiz zu einer größeren Wechselkursflexibilisierung weiter verringert, da eine verstärkte Akkumulation staatlicher Fremdwährungsaktiva in Staatsfonds die geldpolitische Aufgabe und damit die Aufrechterhaltung starrer Wechselkurssysteme erleichtert. Dies könnte den Abbau der globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erschweren.

Eher unbegründet dürfte hingegen die Sorge sein, dass Staatsfonds in großem Umfang ihre Währungen umschichten und dadurch die Wechselkurse wichtiger Währungen beeinflussen. Eine weltweit massive Abkehr vom US-Dollar ist aus verschiedenen Gründen eher unwahrscheinlich, nicht zuletzt weil den Zentralbanken mit großen Dollarbeständen massive Bilanzverluste entstünden.

Noch schwieriger ist es zu beurteilen, welchen Einfluss die zunehmende Größe von Staatsfonds auf die langfristige Entwicklung der Vermögenspreise hat. Es wird argumentiert, dass Staatsfonds aufgrund ihrer stärkeren Renditeorientierung weltweit die Nachfrage nach risikoreicheren Vermögensanlagen erhöhen und somit die globale durchschnittliche Risikoaversion verringern würden. Morgan Stanley schätzt beispielsweise, dass die durchschnittlichen Renditen von als »sicher« geltenden Anleihen in den nächsten zehn Jahren möglicherweise um 30 bis 40 Basispunkte zunehmen, die von Aktien dagegen um 40 bis 90 Basispunkte sinken werden. Andere bezweifeln eine derartige Entwicklung der Vermögenspreise jedoch mit dem Hinweis, dass die Mittel der Staatsfonds im Vergleich zu den Mitteln der institutionellen Investoren (53 000 Mrd. US-Dollar in 2005) nicht groß genug sind, um die Vermögenspreise langfristig zu verändern.

Das heißt allerdings nicht, dass die Risiken, die von Staatsfonds für die Stabilität des internationalen Finanzsystems ausgehen könnten, zu vernachlässigen wären. Staatsfonds stellen – ähnlich wie Hedge-Fonds – solange ein Risikopotential für die Stabilität der internationalen Finanzmärkte dar, wie ihr Portfolio, ihr Anlagehorizont und ihre Anlageziele weitgehend unbekannt sind. Auch wenn Staatsfonds an der Finanzmarktkrise der letzten Wochen – wenn überhaupt – nur einen geringen Anteil hatten, könnte sich das – angesichts der oben beschriebenen Trends – ohne rechtzeitige Weichenstellungen zukünftig ändern. Die restriktive Informationspolitik vieler Staatsfonds könnte insbesondere in Zeiten zunehmender Volatilität an den Finanzmärkten eben diese Entwicklung durch gleichzeitiges und gleichgerichtetes Handeln noch verstärken. Deshalb ist es notwendig, durch koordinierte Anstrengungen auf internationaler Ebene ebenso wie bei anderen Finanzmarktakteuren auch bei Staatsfonds ein höheres Maß an **Transparenz** (über Größe, langfristige Ziele, Investitionsstrategien, Portfoliostruktur etc.) zu fördern und bei den betreffenden Staaten für eine Selbstverpflichtung auf ein verantwortungsvolles Anlageverhalten zu werben. Der norwegische Staatsfonds könnte hier mit Blick auf die Informationspolitik für andere Staatsfonds Vorbildcharakter haben. Hier dürfte eine wichtige Rolle für den Internationalen Währungsfonds liegen.

Nicht zuletzt ist problematisch, dass Staatsfonds aufgrund ihrer Eigentümerstruktur motiviert sein könnten, nicht nur Renditeziele zu verfolgen, sondern auch **industriepolitische und außen- und sicherheitspolitische Ziele**. Auch wenn es bisher in Deutschland keinen Fall einer nicht gewünschten Unternehmensübernahme bzw. -beteiligung durch einen Staatsfonds gegeben hat, kann dies nicht für alle Zukunft ausgeschlossen werden – und noch gibt es in der Bundesrepublik praktisch keine gesetzgeberische Handhabe, um außerhalb des Rüstungssektors ausländische Investitionen, die die nationale Sicherheit gefährden könnten, angemessen zu prüfen.

Um beurteilen zu können, ob und welche gesetzlichen Änderungen in Deutschland ggf. notwendig sind, ist es hilfreich sich die Handhabung anderer Länder bei Unternehmensbeteiligungen durch ausländische Investoren genauer anzu-

schauen. So ist in Frankreich zur Kontrolle ausländischer Investitionen seit 2003 Article L151-3 des »Code monetaire et financier« sowie seit 2005 ein präzisierendes Dekret in Kraft. Demnach muss bei ausländischen Investitionen in elf namentlich genannten Sektoren (u.a. Produktion krankheitserregender oder giftiger Substanzen, Verschlüsselungstechniken, Dual-Use-Güter) zuvor eine ministerielle Genehmigung eingeholt werden. Dabei wird nicht zwischen privaten und öffentlichen Investoren unterschieden, wohl aber zwischen Investitionen aus EU-Ländern und anderen Herkunftsstaaten.

In Großbritannien bestehen grundsätzlich Möglichkeiten der Überwachung von Unternehmensfusionen und -übernahmen zwecks Aktionärs- und Wettbewerbsschutz (Enterprise Act 2002) und die Möglichkeit des ministeriellen Eingriffs bei Fusionen und Übernahmen in den Bereichen nationale Sicherheit und Medien, wenn ein öffentliches Interesse dem Erwerb entgegensteht (Communications Act).

In den USA gibt es mit dem Ausschuss zur Prüfung ausländischer Investitionswünsche, dem »Committee on Foreign Investments in the United States« (CFIUS), ein Instrument, das es der Administration ermöglicht, ausländische Akquisitionen unter nationalen Sicherheitsgesichtspunkten zu prüfen und ggf. zu untersagen. Das CFIUS ist ein interministerieller Ausschuss unter dem Vorsitz des Finanzministers. Es existiert seit 1988 und wurde erst vor Kurzem gesetzlich gestärkt. Die Prüfungskriterien sowie der Kreis der am Verfahren beteiligten Ministerien wurden erweitert. Das sich an einem inländischen Unternehmen beteiligende ausländische Unternehmen kann dem CFIUS die Beteiligungsabsicht melden, eine Prüfung kann jedoch auch von einem im Ausschuss vertretenen Ministerium eingeleitet werden.

Die CFIUS-Gesetzgebung enthält keine Definition des Begriffs »nationale Sicherheit«, führt aber eine Reihe von Kriterien an, bei deren Vorliegen eine Gefährdung der nationalen Sicherheit anzunehmen ist. Neben Investitionen, die in direktem Zusammenhang mit der Verteidigungsfähigkeit der USA stehen, werden auch der Technologietransfer an Staaten, die den USA feindlich gesinnt sind, sowie der Erwerb »kritischer Infrastruktur« genannt. Manche Investitionen werden nur zugelassen, sofern der Investor bestimmte Auflagen übernimmt (so genannte »mitigation« oder »national security agreements«). Das CFIUS-Verfahren zur Investitionskontrolle scheint sich zu bewähren. Ein Investitionsrückgang aufgrund der Kontrollen ist nicht feststellbar, und es fand bisher keine Investition statt, die nachträglich als Gefahr für die nationale Sicherheit erkannt wurde.

Für Deutschland wurde bei der Kabinettsklausur in Meseberg am 23./24. August 2007 beschlossen, die Einführung eines besonderen Genehmigungsverfahrens durch Erweiterung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG) zur Berücksichtigung von nationalen Sicherheitsinteressen bei problematischen ausländischen Investitionen zu prüfen. Dabei sollen die Erfahrungen anderer, mit der Bundesrepublik vergleichbarer, Länder berücksichtigt werden.

Es spricht nicht viel dafür, dass Deutschland im Unterschied zu anderen vergleichbaren Ländern auf jegliche Vorsorge in diesem Feld verzichtet und ein potentielles Risiko grundsätzlich nicht ins Auge fasst. Bei der Entwicklung eines vernünftigen Verfahrens ist allerdings mit großer Umsicht darauf zu achten, dass die Grundprinzipien der Sozialen Marktwirtschaft nicht in Frage gestellt werden. Auch sollten potentielle Maßnahmen

- die Kapitalverkehrsfreiheit nicht allgemein einschränken,
- mit EU- und WTO-Recht kompatibel sein,
- nicht zu einer Ausweitung der unternehmerischen Tätigkeit des Staates führen und
- mit möglichst wenig Bürokratie verbunden sein.

Zu entscheiden ist insbesondere, ob ein sektorübergreifender einem sektorspezifischen Ansatz vorzuziehen ist, ob ein Prüfungsverfahren abhängig vom Umsatz des von der geplanten Übernahme betroffenen Unternehmens ausgelöst werden sollte, sowie ob eine Meldepflicht oder ein Interventionsverfahren zur Anwendung kommen sollte.

Darüber hinaus soll geprüft werden, wie die Möglichkeiten zur Bildung von Kapitalsammelstellen in Deutschland verbessert werden können. Dabei soll nicht die »Deutschland AG« wiederauferstehen. Dies ist nicht gewünscht und wäre aufgrund veränderter nationaler und internationaler Beteiligungsstrukturen auch schwer möglich. Gedacht ist auch nicht an einen deutschen Staatsfonds. Vielmehr geht es darum, gemeinsam mit Vertretern der Banken, Versicherungen und Pensionseinrichtungen zu diskutieren, ob die Möglichkeiten des deutschen Finanzsektors, selbst Beteiligungsangebote machen zu können, nicht gestärkt werden könnten und sollten. Derzeit sind diese Möglichkeiten insbesondere wegen der Beitragsfinanzierung der deutschen sozialen Sicherungssysteme, aber auch aufgrund der im internationalen Vergleich geringen Größen deutscher Banken eingeschränkt.

Unsere Volkswirtschaft ist auf einem guten Wachstumspfad, und auch die Weltwirtschaft scheint trotz der Turbulenzen im Finanzmarktsektor robust zu sein. Investitionen von Ausländern in Deutschland – und von deutschen Unternehmen im Ausland – leisten einen unverzichtbaren Beitrag zu Wachstum und Beschäftigung in Deutschland. Deshalb ist Deutschland für Auslandsinvestitionen offen und setzt sich auf internationaler Ebene, zuletzt in der Heiligendamm-Erklärung, konsequent für Investitionsfreiheit ein. Dass Deutschland gegenüber ausländischen Investitionen, auch

denen von Staatsfonds offen ist, wird deutlich, wenn man sich die Eigentümerstruktur der DAX-Unternehmen anschaut. An vielen deutschen DAX-Unternehmen sind ausländische Investoren beteiligt, und Staatsfonds aus Kuwait und Dubai halten Anteile an führenden DAX-Unternehmen wie DaimlerChrysler und der Deutschen Bank – mit guten Erfahrungen.

Je liberaler die weltweiten Investitionsbedingungen, je größer die Transparenz und je überzeugender die Governance-Strukturen von Staatsfonds sind, desto eher besteht die Aussicht, auf nationale Maßnahmen verzichten zu können. Notwendig ist deshalb vor allem eine verantwortungsvolle Reaktion von Seiten der Staatsfonds sowie ihrer Eigentümer – und in zweiter Linie bei uns – wie in anderen Ländern – für wenige Ausnahmefälle eine staatliche Prüfungsmöglichkeit, um eine mögliche Gefährdung nationaler Sicherheitsinteressen auszuschließen.

Es geht also zu allererst um einen internationalen Dialog von Industriestaaten und Schwellenländern und – bezogen auf die Bundesrepublik – um eine »minimalinvasive« Regelung im Wege einer Modifizierung des Außenwirtschaftsgesetzes, die die grundlegende Attraktivität des Wirtschaftsstandortes Deutschland für ausländische Investitionen in keiner Weise verringert. Einen Investitionsprotektionismus oder auch eine grundsätzliche Ablehnung von Investitionen durch Staatsfonds wird und darf es in Deutschland auch in Zukunft nicht geben.