

Schalast, Christoph; Tiemann, Marcel; Tuppi, Pascal

Working Paper

Staatsfonds - neue Akteure an den Finanzmärkten?

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 114

Provided in Cooperation with:

Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Schalast, Christoph; Tiemann, Marcel; Tuppi, Pascal (2009) : Staatsfonds - neue Akteure an den Finanzmärkten?, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 114, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M., <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20090420334>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/27880>

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.

Frankfurt School – Working Paper Series

No. 114

**Staatsfonds – „neue“ Akteure an
den Finanzmärkten?**

by Christoph Schalast, Marcel Tiemann and Pascal Tuppi

March 2009



**Frankfurt School of
Finance & Management
Bankakademie | HfB**

Sonnemannstr. 9–11 60314 Frankfurt an Main, Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728
Internet: www.frankfurt-school.de

Abstract

Sovereign Wealth Funds (SWFs) have become active investors on the financial markets. This working paper meets the increasing thirst for information on the investment activities of Sovereign Wealth Funds, their legal environment and the implications on German stock listed corporations. Thus, this paper examines the history of, and reasons for establishing SWFs. Furthermore, concerns regarding transparency and investment activities of SWFs are discussed. The authors find no evidence for politically motivated investments or massive market intervention by SWFs. Furthermore, the authors propose that the newly established Santiago Principles will build up trust in the financial markets.

The empirical part of the working paper analyzes the impact of SWFs on German stock listed corporations. Main findings of the survey include that corporations lack information on SWFs and disagree with the planned change of the “Außenwirtschaftsgesetz”. The Survey’s results further indicate that participant corporations have no concerns about SWF investment activities. Only few SWFs were willing to participate in the survey and therefore information from the IMF was utilized to get an overview about the sector.

Key words: Sovereign Wealth Funds, Staatsfonds, Außenwirtschaftsgesetz, Portfolioanalysis, Monetary Reserve, Investment Strategy, Foreign Exchange, Transparency, Santiago Principles

JEL classification: F10, F11, F 21, F30, G11,G23, K12, K19, K22

ISSN: 14369753

Contact:

Prof. Dr. jur. Christoph Schalast
Frankfurt School of
Finance & Management
Frankfurt am Main, Germany
Phone: +49 69 9758 31 0
c.schalast@frankfurt-school.de

Marcel Tiemann
Deutsche Postbank AG
Frankfurt am Main; Germany
Phone: +49 174 939293 7
staatsfonds@marcel-tiemann.de

Pascal Tuppi
Kreditanstalt für Wiederaufbau
Frankfurt am Main; Germany
Phone: +49 176 244 4495 5
pascal.tuppi@gmx.de

Inhaltsverzeichnis	Seite
Abbildungsverzeichnis	4
Tabellenverzeichnis	5
Abkürzungsverzeichnis	6
Vorwort.....	8
1 Übersicht Staatsfonds	9
1.1 Definition von Staatsfonds	9
1.2 Historische Entwicklung von Staatsfonds.....	10
1.3 Gründe für die Etablierung von Staatsfonds.....	13
1.3.1 BRIC und Next Eleven	13
1.3.2 Währungsreserven	14
1.4 Handlungsrahmen von Staatsfonds	18
1.4.1 Staatsfonds, Gefahr für die freie Marktwirtschaft?	18
1.4.2 Nationale Kontrolle von Auslandsinvestitionen.....	21
1.4.4 EU/IWF	24
1.4.4 Transparenz	25
1.4.5 Santiago Principles	30
2 Staatsfonds und Finanzmärkte	32
2.1 Portfoliobetrachtung	32
2.2 Auswirkungen auf den Finanzmarkt.....	37
2.2.2 Wechselkurse und Asset Preise	39
2.2.3 Aktienkurse.....	41
2.2.4 Unternehmensführung	41
2.3 Staatsfonds während der Finanzmarktkrise	43
3 Empirische Untersuchung.....	46
3.1 Methodische Ansätze und Untersuchungsziele	46
3.1.1 Dax 30 und MDax 50	46
3.1.2 Staatsfonds.....	47
3.2 Ergebnisse.....	48
3.2.1 Unternehmen	48
3.2.2 Staatsfonds.....	53
3.3 Zusammenfassung	59
4 Aktuelle Entwicklung	61
5 Ergebnis	63
Anhang 1: Fragebogen Unternehmen.....	64
Anhang 2: Fragebogen Staatsfonds	76
Anhang 3: Statistische Auswertung.....	93

Anhang 4: Santiago Principles	121
REFERENCES.....	122

Abbildungsverzeichnis	Seite
Abbildung 1: Weltweite Verteilung von Staatsfonds und deren Anlagevolumen.....	12
Abbildung 2: Die chinesischen und russischen Staatsfonds.....	13
Abbildung 3: Vier der N-11 besitzen ein Anlagevolumen von 56 Mrd. USD	14
Abbildung 4: Währungsreserven übersteigen 6 000 Mrd. USD und die treibende Kraft sind die asiatischen Länder.....	15
Abbildung 5: Wachstumszenario der Währungsreserven bis 2015 von über 22 Mrd. USD	16
Abbildung 6: Vermögen aus Petrodollars wächst rasant.....	17
Abbildung 7: Wohlfahrtseffekte des sektoralen Technologietransfers.....	18
Abbildung 8: Kontrollmechanismen für Auslandsinvestitionen	23
Abbildung 9: Grad der Transparenz und Anlagestrategie	26
Abbildung 10: Linaburg-Maduell Transparency Index.....	29
Abbildung 11: Investitionsziele und Risikotoleranz.....	34
Abbildung 12: Regionale Verteilung ausgewählter Staatsfondsportfolios.....	35
Abbildung 13: Unterteilung von ausgewählten Staatsfondsportfolio nach Größe der Unternehmen ...	36
Abbildung 14: Vergleich der Staatsfondsinvestitionen in der EU, USA und Asien nach Sektoren.....	37
Abbildung 15: Staatsfondsinvestitionen in westliche Finanzinstitute in USD Mrd.	43
Abbildung 16: Staatsfonds investieren in Finanzdienstleistungsinstitute während der Subprime Crisis.....	44
Abbildung 17: Motive für Staatsfondsbeteiligung	48
Abbildung 18: Informationslage der Unternehmen über Staatsfonds	49
Abbildung 19: Bedeutung der Staatsfonds für die Privatwirtschaft	50
Abbildung 20: Schützenswerte Bereiche der Wirtschaft.....	51
Abbildung 21: Akzeptable Eigentümer der schützenswerten Bereiche.....	51

Abbildung 22: Internationale Institutionen, die mit der Staatsfondsproblematik betraut werden sollten	52
Abbildung 23: Anzahl der Staatsfondsinvestitionen	53
Abbildung 24: Sektorverteilung der Staatsfonds GIC und Temasek	54
Abbildung 25: Typische Staatsfondsportfolio.....	55
Abbildung 26: Portfoliozusammensetzung von Staatsfonds.....	55
Abbildung 27: Governancessstruktur des norwegischen Staatsfonds	56
Abbildung 28: Rechtliche Basis der Staatsfonds	57
Abbildung 29: Veröffentlichungspflichten der Staatsfonds	58
Abbildung 30: Risikomessung der Staatsfonds.....	58

Tabellenverzeichnis

Seite

Tabelle 1: Ergebnis der Umfrage Trumans	27
Tabelle 2: Portfolioverteilung von Staatsfonds.....	32
Tabelle 3: Auswertung der Szenariobetrachtung der EZB.....	39
Tabelle 4: Auswirkung auf den US Bondmarkt	40
Tabelle 5: Geographische Verteilung ausgewählter Staatsfonds	54

Abkürzungsverzeichnis

ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
AWG	Außenwirtschaftsgesetz
AWV	Außenwirtschaftsverordnung
BDI	Bund Deutscher Industrie
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDS	Credit Default Swap
CIC	China Investment Corporation
CIFUS	Committee on Foreign Investment
CNOOC	China National offshore Oil Corporation
COFER	Composition of Official Foreign Exchange Reserves
EFA	Exon-Florio Amendment
EFTA	European Free Trade Association
EU	Europäische Union
EVCA	European Venture Capital and Private Equity Association
FINSA	Foreign Investment and National Security Act
GAPP	Generally Accepted Principles and Practices
GATT	General Agreement on Trade and Tariffs
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
IWF	Internationaler Währungsfonds
IWG	International Working Group for Sovereign Wealth Funds
KIA	Kuwait Investment Authority
KIO	Kuwait Investment Office

M&A	Mergers and Acquisitions
OECD	Organisation für Entwicklung und Zusammenarbeit
P&O	Peninsular Oriental Steam Navigation Company
SPF	Sovereign Pension Funds
SPV	Special Purpose Vehicle
SWF	Sovereign Wealth Fund
TRIPS	Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights
WHO	Welthandelsorganisation
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Vorwort

Staatsfonds gibt es seit über 50 Jahren, doch ihre Aktivitäten haben die Politik, die Financial Community und auch die Wissenschaft lange Zeit nicht sehr intensiv beschäftigt. Dies hat sich in den letzten drei Jahren erkennbar geändert, Staatsfonds wurden plötzlich zu sehr aktiven Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten, haben dabei aber auch – gerade bei Investitionen in der Frühphase der aktuellen Finanzkrise – „Federn lassen“ müssen. Unabhängig davon, welche Lehren sie daraus ziehen werden, ist jetzt schon erkennbar, dass das von Staatsfonds verwaltete Vermögen in den nächsten Jahren geradezu dramatisch zunehmen wird. Sie werden zunehmend zu echten Konkurrenten von Private Equity und Hedge Fonds, allerdings mit einem – bisher – gänzlich anderen Anlageverhalten. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass in Deutschland eine intensive Diskussion über die Regulierung der Aktivitäten von Staatsfonds eingesetzt hat, doch eine solche Diskussion ist nur möglich, wenn man über eine möglichst umfassende Basis von Informationen verfügt. Der vorliegende Arbeitsbericht hat genau dies zum Ziel. Er fasst die Bachelor Thesen von Marcel Tiemann und Pascal Tuppi zusammen, die beide im Wintersemester 2008/2009 an der Frankfurt School of Finance & Management entstanden sind und von Dr. Robert Weber (White & Case LLP) und dem Verfasser dieses Vorworts betreut wurden. Die Untersuchung steht dabei im engen Zusammenhang mit weiteren Publikationen aus der Frankfurt School of Finance & Management zu Staatsfonds, insbesondere der in der DAI Schriftenreihe erscheinenden Studie von Schalast/Weber, welche sich mit den gesellschaftsrechtlichen Einflussmöglichkeiten von Staatsfonds in Deutschland auseinandersetzt.

Christoph Schalast

Frankfurt am Main, März 2009

1 Übersicht Staatsfonds

Staatsfonds existieren schon seit mehreren Jahrzehnten. Während dieser Zeit haben sich unterschiedliche Typen entwickelt, die sich in Ihrem Zweck und Anlageverhalten unterscheiden sowie in der Generierung ihres Anlagevolumens.

1.1 Definition von Staatsfonds

Es existiert keine allgemein gültige Definition für Staatsfonds, weshalb eine Abgrenzung der verschiedenen Arten von Fonds - das heißt, zwischen Staatsfonds, Pensionsfonds oder Investitionsfonds - schwierig ist. Die Identifikation eines Staatsfonds, ist auch deshalb problematisch, weil ein Staatsfonds keine eigene Rechtsform hat und als staatliches Unternehmen, Zentralbank oder Investmentfonds geführt werden kann.¹ Hinzu kommt, dass die Unterscheidung zu anderen staatlichen Vehikeln, z.B. Entwicklungsbanken, oftmals unklar ist. Im Folgenden werden die allgemein anerkannten Kriterien dargestellt, die einen Staatsfonds kennzeichnen.

1. Staatsfonds befinden sich im Staatsbesitz oder unterstehen der direkten Einflussnahme des Staates.
2. Staatsfonds erhalten Gelder aus dem öffentlichen Sektor; in der Regel aus Haushaltsüberschüssen. Die Gelder können ebenfalls aus den Währungsreserven transferiert werden. Die Gelder der Staatsfonds werden unabhängig von den Geld- und Währungsreserven des Landes aktiv verwaltet.
3. Staatsfonds haben keine bzw. nur geringe Verbindlichkeiten und verfolgen eine langfristige Anlagestrategie.²

Staatsfonds lassen sich demnach nach ihrer Zielsetzung drei Typen zuordnen. Der erste Typ sind die Stabilization Funds, die das Ziel verfolgen, Schwankungen in der Fiskalpolitik zu vermeiden. Ein Beispiel sind die Ölförderländer: Mit den gesparten Mitteln aus den Öleinnahmen versuchen die Stabilization Funds, die Preisänderungen an den Öl- und Rohstoffmärkten auszugleichen bzw. abzdämpfen, wenn die Preisänderungen Auswirkungen auf den Staatshaushalt haben könnten. Diese Staatsfonds haben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) meistens ein eher kleineres Anlagevolumen.³

Typ Zwei sind die Generation Funds bzw. Wealth Funds, welche das Vermögen aus den heutigen Einnahmen verwalten und schützen und eine gerechte Verteilung des Vermögens auch auf die zukünftigen Generationen ermöglichen sollen. Hierbei handelt es sich meistens um Länder, die von Ölreichtum profitieren.⁴

Die dritte Gruppe stellen die Exchange Funds dar, die Ihre Mittel aus überschüssigen akkumulierten Währungsreserven der Länder erhalten. Besonders wachstumsstarke Länder (z.B. Japan, Russland und China, die in den letzten Jahren enorme Währungsreserven aufgebaut haben) transferieren diese in ihre Staatsfonds. China hat dabei ein besonderes Interesse hohe

¹ Vgl. Beck, R./Fiora, M.(2008), S. 6

² Vgl. Beck, R./Fiora, M.(2008), S. 6; Kern, S. (2007), S. 3

³ Vgl. Kern, S. (2007), S. 3

⁴ Vgl. Kern, S. (2007), S. 3

Währungsreserven für Interventionszwecke zu halten, da es ein fixes Währungssystem besitzt.⁵

1.2 Historische Entwicklung von Staatsfonds

Die Idee zur Gründung von Staatsfonds kommt aus Ländern, die reich an natürlichen Ressourcen sind; ein gutes Beispiel hierfür stellen die Ölförderländer dar.⁶ Viele der heutigen Staatsfonds wurden gegründet; die ersten stammen bereits aus den 1950er Jahren.⁷ Die Entstehung dieser frühen Staatsfonds wird im Folgenden kurz beschrieben:

1953 wurde das Kuwait Investment Board mit dem Ziel gegründet, große Anteile des Überschusses aus dem Ölgeschäft zu investieren, um das Land langfristig unabhängig von den endlichen Ölquellen zu machen. Zur Realisierung ihres Ziels wurde der erste Staatsfond der Welt unter dem Namen Kuwait Investment Authority (Kuwait) ins Leben gerufen.⁸ Der Staatsfond weist heute, 55 Jahre nach seiner Gründung, ein akkumuliertes Vermögen von ca. 213 Mrd. USD auf und erhält immer noch jährlich 10 % der Öleinnahmen des Staats Kuwait.⁹ Dies entspricht einem jährlichen Zufluss an liquiden Mitteln von ca. 3,4 Mrd. USD.¹⁰

Die britische Kolonialverwaltung gründete auf den Gilbert Islands 1956 den Revenue Equalisation Reserve Fund.¹¹ Dieser verwaltet die Lizenzgebühren aus dem Phosphatabbaugeschäft und erreicht heute ein Volumen von ca. 520 Mio. USD. Die hieraus generierten Kapitalerträge stellen etwa 33% des BIP des Landes Kiribati; dies entspricht einer Rendite von etwa 22 Mio. USD pro Jahr.^{12 13 14}

Die Gründung weiterer Staatsfonds lässt sich in drei Phasen gliedern: die 1970er Jahre, die 1990er Jahre und das erste Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts. Allerdings können nicht alle Staatsfonds eindeutig einer dieser Zeitepochen zugeordnet werden, da sich im Verlauf der Jahre die Anlageziele und Strategien durch exogene Einflussfaktoren verändert haben; schlussendlich hängt der Typ des Staatsfonds eng mit der Entwicklung des jeweiligen Staates zusammen.

In den Jahren nach der ersten Ölkrise 1973 entstanden eine Reihe von Staatsfonds, wie der Abu Dhabi Investment Authority (Abu Dhabi, Vereinigte Arabische Emirate) im Jahre 1976, die drei Bundesstaatsfonds¹⁵: Permant Mineral Trust Fund, 1976 (Wyoming, Vereinigte Staaten von Amerika), Alaska Permanent Fund, 1976 (Alaska, Vereinigte Staaten von Amerika),

⁵ Durch Devisenmarktinterventionen hält China seinen Wechselkurs künstlich niedrig, um für ausländische Unternehmen als Produktionsstandort attraktiv zu sein.

⁶ Vgl. Beck, R./Fiora, M. (2008), S. 6

⁷ Vgl. Jen, S. (2007c), S. 1

⁸ Vgl. Beck, R./Fiora, M. (2008), S. 6

⁹ Vgl. Truman, E. M.(2008b), S. 8, Kern, S. (2007a), S. 5

¹⁰ Vgl. Siply, H.(2007), S. 1-2; eigene Berechnung, ohne Rendite-Zuwachs

¹¹ Offizieller Staatsname der Gilbert Islands ist seit ihrer Unabhängigkeit vom 12.07.1979 „Republic of Kiribati“

¹² Vgl. Kern, S. (2007), S. 5

¹³ Vgl. Davies, S. (2007), S. 5

¹⁴ Auswärtiges Amt, (2008); eigene Berechnung

¹⁵ In der Literatur wird bei der Charakterisierung von Staatsfonds nicht zwischen Staaten und Bundesstaaten unterschieden, Vgl. Beck, R./Fiora, M. (2008), S. 8

und der Alberta Heritage Savings Trust Fund, 1976 (Alberta, Kanada), sowie die Temasek Holdings, 1976 (Singapur).¹⁶ Der singapurische Staatsfond weist dabei eine Besonderheit auf, weil Singapur seine Überschüsse nicht aus dem Ölgeschäft generierte, sondern als Staatsbetrieb fungierte und viele heimische Unternehmen über dieses Vehikel in Staatsbesitz sind.¹⁷

In den 1990er Jahren entstanden erneut zahlreiche Staatsfonds in ressourcenreichen Ländern, wie z.B. der Iran Oil Stabilization Fund, 1999 (Iran) und Government Pension Fund – Global, 1990 (Norwegen).¹⁸ Diese zweite Phase, die sich bis zum Beginn des 21. Jahrhunderts hinzieht, stand im Zeichen der Nachhaltigkeit und der Erkenntnis, dass es durch den steigenden Verbrauch der fossilen Rohstoffe in der Zukunft zu einer fortschreitenden Verknappung der Rohstoffe kommt und somit alternative Einnahmequellen erschlossen werden müssen. Staatsfonds, die die Aufgabe haben, alternative Einnahmequellen für die folgenden Generationen zu erschließen, gelten auch als Generation Funds bzw. klassische „Wealth Funds“¹⁹

In der dritten Phase entstehen aktuell Staatsfonds der Superlative mit einem riesigen Anlagevolumen nach dem Vorbild der Temasek Holding, wie z.B. die China Investment Corporation, 2007 (China). Das Anlagevolumen wird dabei aus den riesigen Währungsreserven des Landes in den Staatsfonds transferiert. Nach diesem Modell plant aktuell die japanische Liberal Democratic Party einen Staatsfonds aufzulegen.²⁰ Diese Gruppe der Staatsfonds wird als Exchange Funds bezeichnet.

Insgesamt entstanden bis heute weltweit zwischen 31 und 50 Staatsfonds mit einem geschätzten Volumen zwischen 2.900 und 3.800 Mrd. USD²¹, meist in Asien und im Mittleren Osten.²² In Afrika und Südamerika haben sie (derzeit) keine besondere Bedeutung, weil diese Länder zwar reich an Bodenschätzen sind, aber größtenteils noch zu den Entwicklungs- oder Schwellenländern zählen. Instabile Regierungen, hohe Inflation und eine inadäquate Infrastruktur erschweren die Akkumulation von Vermögen für Staatsfonds. Diese Situation dürfte sich langfristig ändern, denn Brasilien und Bolivien planen aktuell, Staatsfonds aufzubauen, um ihr in den letzten Jahren aufgebautes Vermögen zu verwalten.

¹⁶ Vgl. Truman, E. M. (2008b), S. 8; Kern, S.(2007), S. 5; Beck, R./Fiora, M. (2008), S. 9-10; ADIA (2008), ADIA arbeitet seit 2007 unter dem Namen ADIC

¹⁷ Ernst and Young (Hrsg.) (2008), S. 3

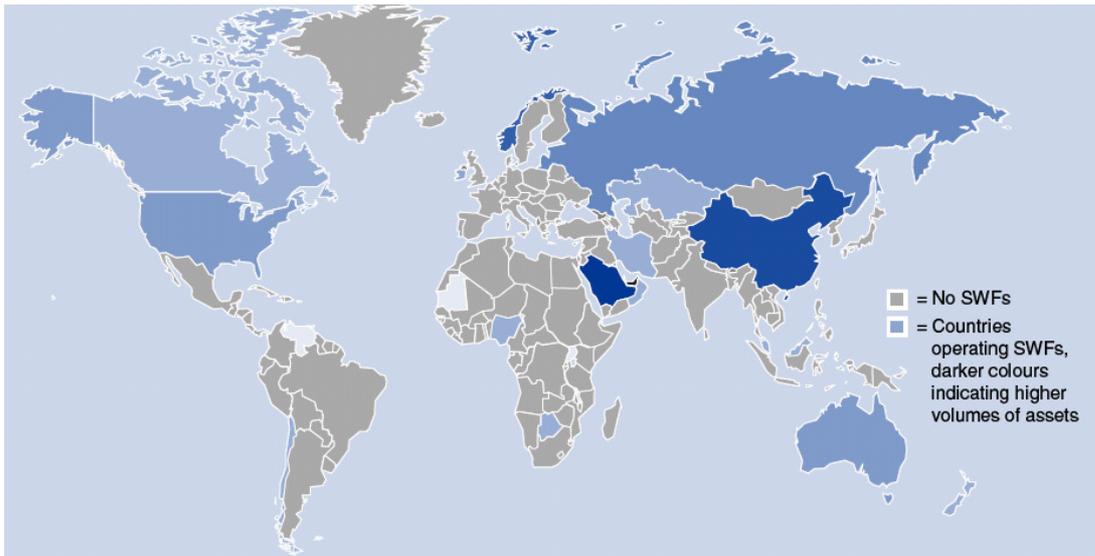
¹⁸ Die genaue Abgrenzung zwischen SWF und Pension Funds folgt im Verlauf der Arbeit, dabei wird implizit auf den norwegischen Government Pension Fund – Global eingegangen

¹⁹ Vgl. Jen, S. (2007c), S. 1

²⁰ SWF Institute (2008d); Kikuchi, M./Nagayoshi, H., (2008), S. 3

²¹ Vgl. Truman, E. M. (2008b), S. 8; SWF Institute et al; eigene Berechnung (ohne Pension Funds); Kern, S. (2007), S. 5

²² Vgl: Economiesuisse (2008), S.1; Farrel, D./Lund, S (2008), S. 40



Quelle: Vgl. Economiesuisse (2008), S.1.

Abbildung 1: Weltweite Verteilung von Staatsfonds und deren Anlagevolumen

1.3 Gründe für die Etablierung von Staatsfonds

1.3.1 BRIC und Next Eleven

Die heute einflussreichsten Typen von Staatsfonds sind die Exchange Funds und die Wealth Funds, die von zwei Ländergruppen dominiert werden: die jüngeren Exchange Funds wurden von Emerging Markets, die Wealth Funds überwiegend von den Ölförder-Ländern aufgelegt. Das Aufstreben dieser Länder basiert zum einen auf den enormen Überschüssen aus dem Öl-Geschäft, zum anderen auf ihrem starken Wirtschaftswachstum. Beides führt zu steigenden Währungsreserven.

2003 beleuchtete Goldman Sachs in der Studie „Dream with BRICs: the Path to 2050“ das enorme Wachstum in den Emerging Markets. Brasilien, Russland, Indien und China (= BRIC) werden nach Schätzungen einen durchschnittlichen BIP-Zuwachs von 4 bis 8 % pro Jahr bis mindestens 2025 verzeichnen.²³ Die EU und die USA bewegen sich bis 2025 auf Wachstumsraten zwischen 1 und 1,5 % zu.²⁴ In der Studie wird prognostiziert, dass die BRIC Staaten, die mit einer Bevölkerung von 2,8 Mrd. etwa 40 % der Weltbevölkerung ausmachen, größer sein werden als die G6-Staaten²⁵, das heißt Deutschland, Vereinigte Staaten von Amerika, Japan, Vereinigtes Königreich, Frankreich und Italien.²⁶

Das hohe Wirtschaftswachstum der BRIC Staaten spiegelt sich in den Anlagevolumen ihrer Staatsfonds wieder. Schon heute gehören die chinesischen und russischen Staatsfonds zu den Top Ten.

5	China	SAFE Investment Company	1997	Exchange	312
7	China	China Investment Corporation	2007	Exchange	200
9	Russia	National Welfare Fund	2004	Öl	163
Total					675

Abbildung 2: Die chinesischen und russischen Staatsfonds

Indien und Brasilien planen aktiv Staatsfonds aufzulegen.²⁷ Über die rasante Aufstockung der Währungsreserven beider Länder lassen sich nur Vermutungen anstellen, was für ein Anlagevolumen beide Staatsfonds erreichen könnten. Die brasilianischen Währungsreserven stiegen von 2002 bis 2007 von 38 Mrd. USD auf über 180 Mrd. USD. Indien stockte seine Währungsreserven von 2002 bis 2008 von 71 Mrd. auf 302 Mrd. USD auf.²⁸ Die BRIC-Staaten halten über 30 % der weltweiten Währungsreserven, die in der Zukunft theoretisch komplett in Staatsfonds transferiert werden könnten.²⁹

²³ Die Frankfurt School Conference hat sich mit den BRIC Staaten im Jahr 2007 unter der Überschrift „A Bridge to BRIC“ beschäftigt (<http://www.fsconference.de/history.html>)

²⁴ Vgl. Wilson, D./ Purushothaman, R. (2003), S. 21; eigene Berechnung

²⁵ Vgl. Wilson, D./ Purushothaman, R. (2003), S. 1-2

²⁶ Bei der Festlegung der G6 Staaten als Benchmark wurden nur die Länder einbezogen, die ein jährliches BIP von über 1 000 Mrd. USD ausweisen. Vgl. Wilson, D./ Purushothaman, R. (2003), S. 3

²⁷ SWF Institute (2008e), et al; SWF Institute (2008f), et all

²⁸ IMF, International Reserves, (Hrsg.) (2008), S.1

²⁹ Vgl. Blessing, D. (2007), S. 11

Neben den BRIC Staaten existiert eine Reihe weiterer aufstrebender Nationen, die aber nicht über vergleichbar große Bevölkerungszahlen und damit auch nicht über entsprechende Heimatmärkte verfügen.³⁰ Jim O'Neill fasste einige dieser Länder in der Studie „How Solid are the BRICs?“ unter dem Begriff „Next Eleven“ oder kurz „N-11“ zusammen.³¹ Zu den in der Studie identifizierten elf Staaten gehören: Bangladesch, Ägypten, Indonesien, Iran, Süd-Korea, Mexiko, Nigeria, Pakistan, Philippinen, Türkei und Vietnam.³² Süd-Korea, Iran, Nigeria und Vietnam sind schon heute im Besitz von Staatsfonds mit einem gemeinsamen Anlagevolumen von 56 Mrd. USD.

17	South Korea	Korea Investment Corporation	2005	Überschuss	30
24	Iran	Oil Stabilisation Fund	1998	Öl	13
26	Nigeria	Nigeria - Excess Crude Account	2004	Öl	11
30	Vietnam	State Capital Investment Corporation	2005	Überschuss	2
Total					56

Abbildung 3: Vier der N-11 besitzen ein Anlagevolumen von 56 Mrd. USD

Sollten sich die Prognosen bestätigen, werden die N-11 in den nächsten Jahrzehnten zu den 20 führenden Wirtschaftsnationen aufsteigen. Mexiko und Süd-Korea wird sogar die Fähigkeit zugesprochen, zu den BRIC-Staaten aufzuschließen. In der Studie „How Solid are the BRICs?“ wurden auch die ursprünglichen Prognosewerte zu den BRIC-Staaten überprüft; das Ergebnis war, dass alle über den prognostizierten Wachstumsraten lagen.³³ Unklar sind allerdings die Konsequenzen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise auf diese Staatengruppe.

1.3.2 Währungsreserven

Die weltweiten Währungsreserven lagen im ersten Halbjahr 2008 bei über 7 000 Mrd. USD.³⁴ Daran sind die starke Verschiebung der weltwirtschaftlichen Verhältnisse und das enorme Wachstum der analysierten Länder zu beobachten. Die asiatischen Staaten halten zwei Drittel dieser Währungsreserven.³⁵ Die Währungsreserven der asiatischen Länder werden zum größten Teil in US Treasury Bonds gehalten. Diese bringen nur eine geringe Verzinsung und bergen zudem ein nicht unerhebliches Währungskursrisiko. Hingegen können im Zuge der Portfoliodiversifikation die Währungsreserven in Staatsfonds umgeschichtet werden um das Risiko zu verringern³⁶. Lagen die Währungsreserven 1997 noch bei etwa 1 700 Mrd. USD, erreichten sie zehn Jahre später schon ein Volumen von etwa 6 400 Mrd. USD, was eine Vielfältigung der Währungsreserven um den Faktor 3,8 innerhalb einer Dekade darstellt. Das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 13 % im Betrachtungszeitraum

³⁰ Vgl. O'Neill, J./ Wilson, D./ Purushothaman, R. (2005), S.7

³¹ Jim O'Neill ist Head of Global Economic Research bei Goldman Sachs und ist der Erfinder des Wortes BRIC, Vgl. Goldman Sachs, Interview mit Jim O'Neill (2008)

³² Mexiko und Süd-Korea sind zwar Mitglieder der OECD, da aber keine offiziellen Definitionen von Industriestaaten und Emerging Markets existieren wurden beide in dieser Studie leider als Emerging Markets definiert, vgl. O'Neill, J./ Wilson, D./ Purushothaman, R. (2005), S.7

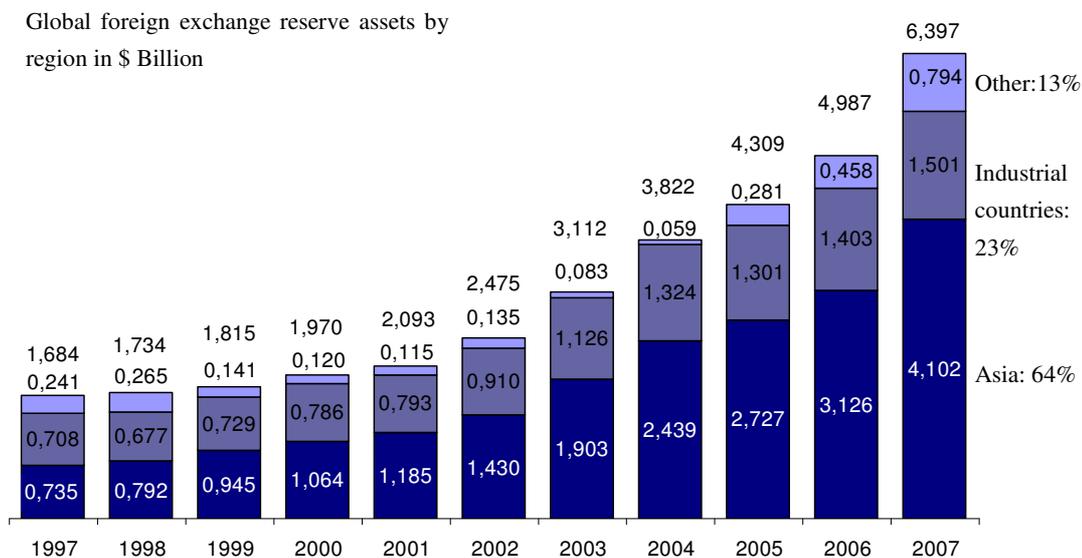
³³ Vgl. O'Neill, J./ Wilson, D./ Purushothaman, R. (2005), S.1

³⁴ IMF (Hrsg.) (2008), S. 1

³⁵ Vgl. Nugeé, J.(2008), S.8; eigene Berechnung

³⁶ Vgl. Bandholz, H./Clostermann, J./Seitz, F. (2007), S. 1 f.

von 1995 bis 2007. Bei einer verkürzten Betrachtung 2000 bis 2007 ist ein jährliches Wachstum von 20 % zu beobachten.



Quelle: Vgl. Farrell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007), S. 73; ¹ IMF (Hrsg.) (2008), S. 1-8, et al; eigene Berechnung

Abbildung 4: Währungsreserven übersteigen 6 000 Mrd. USD und die treibende Kraft sind die asiatischen Länder

Wird von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 17 % ausgegangen, dann erreichen die weltweiten Währungsreserven bis 2015 ein Volumen von 22 000 Mrd. USD.³⁷

³⁷ Vgl. Kern, S. (2007), S. 7; eigene Berechnung

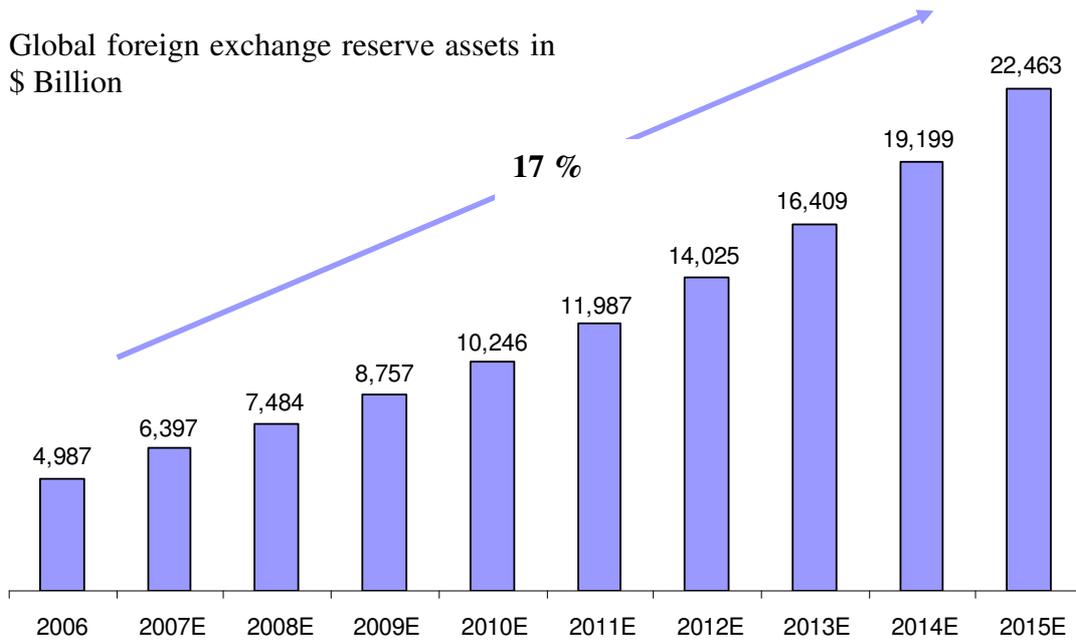


Abbildung 5: Wachstumszenario der Währungsreserven bis 2015 von über 22 Mrd. USD

Die Reserven der asiatischen Länder wachsen dabei signifikant schneller als die der Industriestaaten. Hielten diese 1997 mit einem Volumen von 735 Mrd. USD gerade 43 % der weltweiten Währungsreserven, sind es 2007 schon über 63 % mit einem Volumen von über 4 000 Mrd. USD (siehe Abbildung 4). Der Anstieg wurde bisher vor allem von China und Japan getragen. Ein weiterer Grund dieser Entwicklung liegt in den Bemühungen, sich gegen Währungskrisen zu schützen, die in der Vergangenheit die Volkswirtschaft der südostasiatischen Länder stark getroffen haben.³⁸

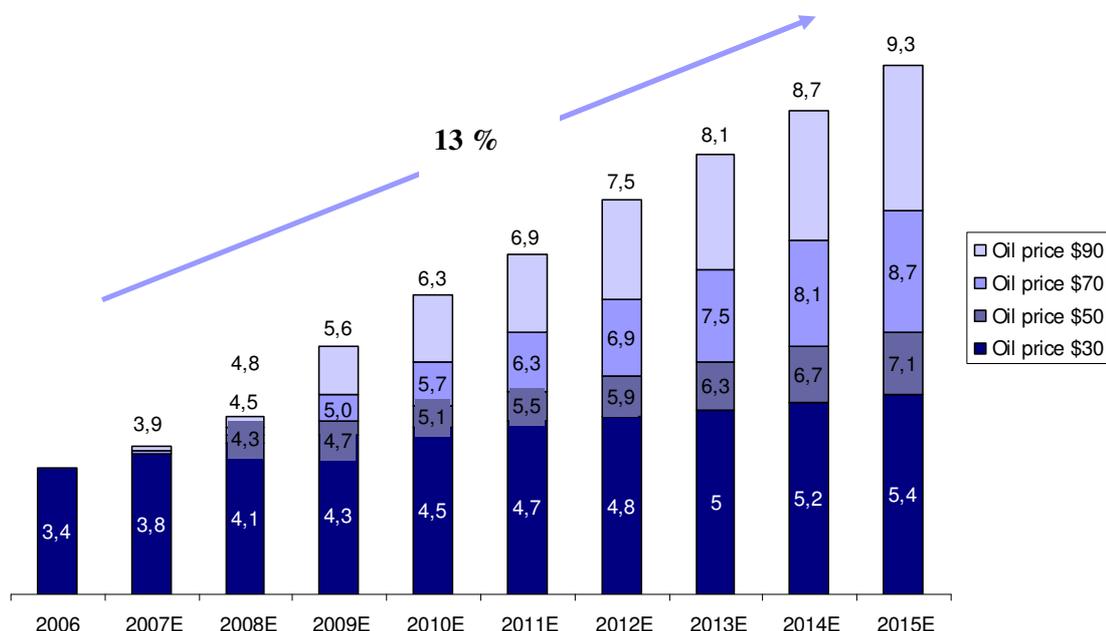
Die rasante wirtschaftliche Entwicklung in den Emerging Markets und der damit zusammenhängende Anstieg der Währungsreserven ist nur ein Grund für die Verschiebung der weltwirtschaftlichen Verhältnisse. Weitere Ursachen sind der Weltölpreis und die finanzielle Stärkung der erdölfördernden Länder. Zur besseren Darstellung der Beziehung zwischen dem Volumen, das aus Währungsreserven stammt und das aus dem Anstieg des Ölpreises resultiert, soll an dieser Stelle der Begriff der Petrodollars eingeführt werden. Die Investoren aus den Ländern des Mittleren Ostens, Norwegen, Russland, Venezuela, Nigeria und Indonesien profitieren von diesem Anstieg der Ölpreise. Diese Gruppe wird unter dem Begriff der Petrodollar-Investoren zusammengefasst. 60 % des Vermögens der Petrodollar-Investoren befindet sich im Staatsbesitz. Die Staaten halten die Überschüsse aus dem Ölgeschäft als so genannte Währungsreserven, wobei diese nicht zu den oben genannten offiziellen Währungsreserven gezählt werden.³⁹ Seit der Verdreifachung des Ölpreises von 2002 bis 2006 kontrollieren die Petrodollar-Investoren 3 400 bis 3 800 Mrd. USD des weltweiten Vermögens. Dieses Vermögen entspricht in etwa ein Drittel der weltweiten Währungsreserven. Den größten Anteil daran halten die Staaten des Mittleren Ostens, die über 1 000 bis 1100 Mrd. USD besitzen.⁴⁰ Unab-

³⁸ Vgl. Griffith-Jones, S./Ocampo, J. (2008), S. 12.

³⁹ Vgl. Farell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007), S. 12

⁴⁰ Vgl. Farell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007), S. 57

hängig von der Entwicklung des Ölpreises wird dieses Vermögen in den kommenden Jahren weiter steigen. In der folgenden Darstellung werden vier mögliche Ölpreis-Entwicklungen von 30, 50, 70 und 90 USD je Barrel angenommen.



Quelle: Vgl. Farrell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007), S. 57, et al; eigene Berechnung

Abbildung 6: Vermögen aus Petrodollars wächst rasant

Aufgrund der Tatsache, dass der Ölpreis seit Mitte 2007 über 70 USD per Barrel liegt, ist ein Szenario mit 70 USD per Barrel als wahrscheinlich zu bezeichnen. Die Entwicklung mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 13 % fällt im Vergleich zu den Wachstumsprognosen für die Währungsreserven mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 17 % etwas geringer aus, dennoch würden die Petrodollar-Investoren im Jahre 2015 ein Kapital von 8 700 Mrd. USD verwalten.⁴¹ Zusammen verfügten die Petrodollar-Investoren und die asiatischen Länder somit über ein Vermögen von 7.800 Mrd. USD im Jahre 2007.⁴² 2015 könnten daraus über 24.000 Mrd. USD werden.^{43 44}

Nach der *Hartwick* Regel sind Staatsfonds Teil des nationalen Kapitals, das sich aus Finanzgütern, Kapitalstock, Umwelt, Humankapital und unerforschten Bodenschätzen zusammensetzt. Wenn nun aus dieser Gleichung z.B. Öl verkauft wird, sinkt das nationale Vermögen. Dieses kann verhindert werden indem die Verkaufserlöse vollständig reinvestiert werden, zum

⁴¹ Vgl. Farrell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007), S. 57, et al; eigene Berechnung

⁴² Die Petrodollar-Investoren halten 3 800 Mrd. USD und die asiatischen Länder halten über 4 000 Mrd. USD,

⁴³ Die Zahlen basieren auf den Berechnungen der Szenarien, wobei für die Währungsreserven der asiatischen Länder unterstellt wurde, dass ihr Anteil an den Währungsreserven mit 63 % nicht weiter zunimmt.

⁴⁴ Die Petrodollar-Investoren besäßen 8 700 Mrd. USD und der asiatische Anteil der Währungsreserven läge bei 16.000 Mrd. von den insgesamt 22.000 Mrd.

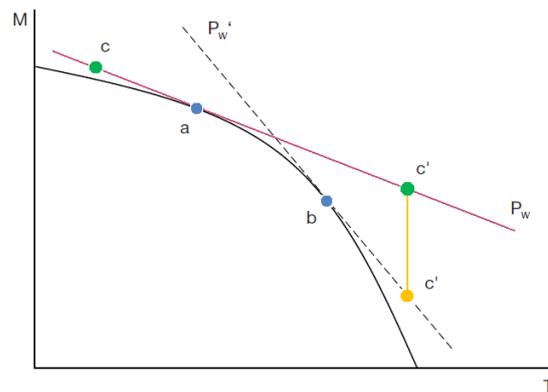
Beispiel in Bildung.⁴⁵ Staatsfonds können helfen, diese notwendigen Investitionen zu tätigen. Die weitere Gründung von solchen Investmentvehikeln liegt daher in der Logik, die vorstehend beschrieben wurde.

1.4 Handlungsrahmen von Staatsfonds

1.4.1 Staatsfonds, Gefahr für die freie Marktwirtschaft?

Im Folgenden wird geprüft, ob ein Protektionismus gegen ausländische Finanzinvestoren generell ökonomisch sinnvoll ist. Des Weiteren soll diskutiert werden, ob Staatsfonds der Idee der freien Marktwirtschaft gerecht werden. Anschließend sollen kurz die Eckpunkte der 13. AWG-Novelle und andere im Vorfeld diskutierte Maßnahmen sowie bisherige Schutzbestimmungen vorgestellt werden. Die realwirtschaftlichen Effekte aktiver Finanzbeteiligungen basieren auf der traditionellen Außenhandelstheorie und sollen mit Hilfe der Abbildung 7 erklärt werden.⁴⁶

Die Darstellung zeigt eine Volkswirtschaft, die zwei Güter herstellt. Die Ordinate (**M**) spiegelt die Möglichkeit der Produktion von hochwertigen modernen **Maschinen** wider, die Abszisse (**T**) die Produktion von einfachen **Textilien**. Die Kurve gibt die Produktionsmöglichkeiten an, wobei sich der Punkt **a** für die inländische Produktion einstellen wird, wenn die relativen Weltmarktpreise für **M** und **T** durch die Gerade P_w gegeben sind. Der Punkt **a** ist zugleich der Konsumpunkt des Inlandes, wenn dies keine Außenhandelsbeziehungen hätte. Aufgrund internationaler Handelsbeziehungen, also durch die Möglichkeit, Export und Import zu betreiben, können die inländischen Konsumenten jeden Punkt auf der Geraden P_w erreichen.



Quelle: Vgl: Klodt, H. (2008), S. 177; eigene Darstellung

Abbildung 7: Wohlfahrtseffekte des sektoralen Technologietransfers

Dies bedeutet, dass diese jedes Güterbündel erwerben können, obwohl dieses in der inländischen Produktion nicht hergestellt wird. Wohlfahrtsgewinn aus dem internationalen Handel basiert auf dem Unterschied zwischen der nationalen Produktions- und Konsummöglichkeit. Wenn Staatsfonds sich als Finanzinvestoren durch Direktinvestitionen an inländischen Unternehmen beteiligen, um Renditeziele zu erreichen, verändert das nichts an dem Wohlfahrtsgewinn des Inlandes durch seine Außenwirtschaftsbeziehungen, da sich die relativen Weltmarktpreise nicht verändern, weil diese nicht ins Marktgeschehen eingreifen. Deutschland als

⁴⁵ Vgl. Reisen, H. (2008), S. 3.

⁴⁶ Vgl: Klodt, H. (2008), S. 177

„Exportweltmeister“ wäre in der Darstellung Nettoexporteur von **M**, also der hochwertigen modernen Maschinen, und Nettoimporteur von **T**, der einfachen Textilien, und befände sich auf dem Punkt c' . Dies bedeutet, dass in Deutschland die Produktion an **M** größer als die inländische Nachfrage wäre und vice versa. Die Außenhandelsbeziehungen sorgen für einen Ausgleichsmechanismus zwischen dem Produktionsüberhang von **M** und der Nachfrangelücke **T**, führen zum optimalen Produktionsbündel im Inland und steigern auf diese Art und Weise den Wohlfahrtsgewinn Deutschlands.

Diese Situation verändert sich, wenn Staatsfonds nicht nur Renditeziele, sondern auch politische Motive verfolgen und über ihre Beteiligung am Unternehmen einen solch starken Einfluss auf das Unternehmen haben, dass sie in der Lage sind, die Technologie aus dem Unternehmen ins Heimatland zu transferieren.

Am Beispiel Deutschlands würde dies bedeuten, dass die Technologie der hochwertigen modernen Maschinen in das Land des politisch motivierten Investors transferiert oder der Preis direkt gesenkt wird. Dies führt dazu, dass dieses Land nun selbst in der Lage ist, **M** zu produzieren, und es auf den Weltmärkten zu einer Steigerung des Güterangebots kommt. Der relative Preis von **M** zu **T** sinkt, was zu einer Drehung der Preisgeraden von P_w zu P_w' führt. Im Fall Deutschland verschiebt sich der Konsumpunkt c' auf c'' und es kommt zu einem Wohlfahrtsverlust, da sich die Terms of Trade verschlechtern, das heißt, dass sich die relativen Preise der hochwertigen modernen Maschinen verschlechtern, da Deutschland Nettoexporteur dieses Gutes wäre.

Der Wohlstandsverlust des Nettoexporteurs führt zu einem Wohlstandsgewinn des Nettoimporteurs durch den Transfer von **M**, da die Veränderung der relativen Preise von **M** und **T** die Terms of Trade des Investorenlands verbessern, solange es zugleich weiter Nettoexporteur von **T** bleibt. Des Weiteren führt der Technologietransfer zu einer Verschiebung der Kurse nach außen, was zu einem Anstieg des Volkseinkommens führt.

Zur vollständigen Darstellung der Theorie ist zu erwähnen, dass der Technologietransfer nicht kostenlos ist. Dies bedeutet, dass der Transfer nur dann positive Auswirkungen für das Land des Investors hat, wenn die Erträge aus der Produktion mit der neuen Technologie höher als die Kosten für die Transaktion in das ausländische Unternehmen und die Errichtung der neuen Produktionsstätte sind. Des Weiteren müssten die Original- und die Plagiatprodukte identisch sein.

Die traditionelle Außenhandelstheorie beweist damit, dass ausländische Beteiligungen unter Umständen einen volkswirtschaftlichen Schaden verursachen können. Deswegen können Schutzbestimmungen für die deutsche Wirtschaft unter gewissen Umständen durchaus als gerechtfertigt gelten.

Das Bundeskabinett hat aus diesen Gründen einen Entwurf zur 13. Gesetzesänderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung (AWG und AWO) am 20.08.2008 beschlossen, der im Februar vom Bundestag mit wenigen Änderungen übernommen wurde.⁴⁷ Der Entwurf zur Änderung des AWG wurde schon im Vorfeld stark diskutiert, wobei besonders die Vertreter der Wirtschaft das Vorhaben zur Änderung des AWGs kriti-

⁴⁷ BT-Drucksache 16/11898, dazu Schalast (2009)

sierten.⁴⁸ Sie befürchten, dass Deutschland unattraktiv für ausländische Unternehmen und Investoren werden könnte.⁴⁹ Die Kritiker verwiesen darauf, dass ausländische Unternehmen und Investoren zur Wohlfahrtsgewinnung beitragen würden, da dies die Wertschöpfung steigern, Arbeitsplätze sichern und Know-how nach Deutschland bringe. Aufgrund der internationalen Verflechtung würde Deutschland ohne diese Investitionen langfristig nicht im internationalen Wettbewerb konkurrenzfähig bleiben.⁵⁰

In der Tat sind diese Argumente nicht unbegründet: Die traditionelle Außenhandelstheorie belegt, dass Investoren, die reine Renditeziele verfolgen zur Wohlfahrtsgewinnung beitragen können, wie im Modell dargestellt wurde. Aber auch politisch motivierte Anlagestrategien können im Interesse des Investitionslandes sein: Technologietransfers können in Bereichen, in denen die inländische Wirtschaft internationale Wettbewerbsnachteile hat, sogar zum Wohle des Landes sein, z.B., wenn rechtliche Rahmenbedingungen bei Umweltauflagen oder Forschungsvorhaben zu strikt sind. Die Erschließung neuer Märkte mithilfe ausländischer Investoren dient der Wohlfahrtssteigerung. Bei Anstieg der China Development Bank bei Barclays erhielt letztere Bank etwa Zugang zu den chinesischen Bankkunden. Die China Development Bank bekam dafür Unterstützung bei der Entwicklung von Rohstoff-Derivativen und der Ausbildung des Managements. Dies ist zwar eine gegenseitige Abhängigkeit, erhöht aber den Wohlfahrtsgewinn in beiden Ländern.⁵¹

Dennoch sollte berücksichtigt werden, dass Staatsfonds über Regierungsgelder finanziert werden. Ihre Refinanzierung erfolgt somit nicht zu Marktkonditionen oder aus eigenen Marktaktivitäten. Ihre Marktaktivitäten bzw. Investitionen sind nicht vergleichbar mit denen privater Unternehmen, die sich zu Marktkonditionen refinanzieren müssen. Ein weiterer Wettbewerbsvorteil der Staatsfonds besteht oftmals in einer steuerlichen Privilegierung⁵². Wenn ein Land einen langjährigen Privatisierungsprozess durchlaufen hat, ist es fraglich, ob eine Art Wiederverstaatlichung durch in- oder ausländische staatliche Investmentvehikel nicht kontraproduktiv ist.⁵³

Damit ergeben sich verschiedene von Staatsfonds potentiell ausgehende Gefährdungspotentiale. Durch staatliche Investitionen im Energiesektor könnte die Versorgungssicherheit in Gefahr geraten. Denn Staatsfonds können durch Mehrheitsbeteiligungen maßgeblichen Einfluss auf die Entscheidungen des Versorgers ausüben.⁵⁴

Einen weiteren sensiblen Bereich stellt die Infrastruktur eines Landes dar. Bereiche wie Telekommunikation, Post, Eisenbahn, Flug- und Seehäfen sowie das Straßennetz könnten potentielle Investitionsziele von Staatsfonds sein. Auch der einseitige Know-how Transfer, der durch das Aufkaufen nationaler Unternehmen seitens ausländischer Investoren stattfinden könnte, sollte nicht unerwähnt bleiben. Außerdem stellt das Verlieren der Headquarter-Funktion und das Verlagern der Arbeitskräfte sowie der Innovationsfähigkeit ins Ausland

⁴⁸ Deutsches Steuerrecht (2008)

⁴⁹ Z.B. Dr. Schnopp, Hauptgeschäft für BDI, Compliance Magazine (Hrsg.) (2008), ähnlich Oliver Wiede, Ist die Novelle des AWG noch zeitgemäß?, Handelsblatt M&A Summit, 19.02.2009

⁵⁰ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2007), S. 1; Compliance Magazine (Hrsg.) (2008), et al

⁵¹ Vgl. Schulz, B. (2007), S. 177

⁵² Vgl. Rosener, J. (2008), S. 11

⁵³ Vgl. Kern, S. (2007), S. 15

⁵⁴ Siehe etwa die Investitionen von China in Afrika, Lyons, G. (2007), S. 124 f.

eine potentielle Gefahr für die nationale Wirtschaft dar. Zuletzt sollte noch erwähnt werden, dass die Handlungsfähigkeit seitens der Politik stark eingeschränkt werden könnte, besonders in der Wirtschafts- und Außenpolitik.⁵⁵

Dem entgegen steht das Argument, dass staatliche Eingriffe gerechtfertigt, gar notwendig seien. Denn es liege Marktversagen vor, wenn Dienstleistungen die von Staatsfonds angeboten werden, nicht vorhanden sind. Die Investitionen seien als eine Kapitalquelle anzusehen, die ohne die Staatsfonds überhaupt nicht existieren würde.⁵⁶

Zu beachten ist auch die Reziprozität der Marktzugangsregeln. Während Länder in der Europäischen Union (EU) oder der OECD eine sehr offene Politik der Kapitalbewegung verfolgen, ist dies bei Nicht-OECD Ländern deutlich restriktiver. Länder wie Indien, China, Thailand und Korea kontrollieren mehr als 60% der empfangenen Auslandsinvestitionen. Um jedoch effiziente Kapital- und Wettbewerbsbedingungen zu schaffen, ist es notwendig, freie und offene Märkte zu etablieren.⁵⁷ Nach dem „Free Trade for One“ Theorem macht es dennoch Sinn, einen einseitig offenen Markt aufrechtzuerhalten, da dieser zu mehr Wohlfahrtsgewinnen führt als verschlossene Märkte auf beiden Seiten.⁵⁸

1.4.2 Nationale Kontrolle von Auslandsinvestitionen

In zahlreichen Ländern bestehen heute Investitionskontrollmechanismen und sie werden auch angewandt, was die beiden folgenden Beispiele dokumentieren: Im Juli 2005 machte die China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) ein Übernahmeangebot für die Unocal Oil Company aus den USA. CNOOC war zu diesem Zeitpunkt zu 70% im chinesischen Staatsbesitz. Das Übernahmeangebot wurde aufgrund der Befürchtungen von CNOOC, das Committee on Foreign Investments (CIFUS) könnte einschreiten, zurückgezogen⁵⁹. Das zweite Paradebeispiel handelt von dem sog. Dubai Ports Deal. Dubai Ports ist ebenfalls ein in Regierungshand befindliches Unternehmen. Dieses versuchte, die Peninsular Oriental Steam Navigation Company (P&O) mit Sitz in London zu übernehmen. Da P&O ist der viertgrößte Hafenbetreiber der Welt mit u.a. strategisch wichtigen Häfen in den USA (New York, New Jersey...), intervenierte das CIFUS und der Deal kam nicht zustande.⁶⁰

Die Abbildung 8 zeigt einen Überblick über die weltweit bestehenden Kontrollmechanismen. Dass die USA hier Vorbildcharakter haben, wird nachfolgend kurz erläutert. 1988 wurde aus Angst vor japanischen Unternehmenskäufen das Exon-Florio Amendment (EFA), das auf den Defence Production Act von 1950 beruht, verabschiedet. Hiernach ist der Präsident ermächtigt, ausländische Beteiligungen zu verhindern, wenn sie eine Bedrohung für die USA darstellen. Das CIFUS wurde 1975 gegründet. CIFUS dient in erster Linie zur Überwachung ausländischer Investitionen und operiert als ausführendes Organ unter dem EFA. Der Vorsitzende des US Treasury ist gleichzeitig Vorsitzender des CIFUS. Das Dubai Ports Beispiel löste eine Diskussion um ausländische Direktinvestitionen in den USA aus. Wie auch in Deutschland

⁵⁵ Vgl. Donges, J. et al. (2008), S. 18 f.

⁵⁶ Vgl. Kern, S. (2007), S. 16

⁵⁷ Vgl. Truman, E. (2007), S. 3

⁵⁸ Vgl. Donges, J. et al. (2008), S. 27

⁵⁹ Vgl. Jackson, J. (2008), S. 12

⁶⁰ Vgl. Jackson, J. (2008), S. 4 f.

stehen hier Befürchtungen vor dem Ausverkauf der heimischen Wirtschaft im Raum. Die aufkommende Diskussion führte zur Verabschiedung des Foreign Investment and National Security Act (FINSIA) durch den der CIFUS Prozess gestrafft wird.⁶¹

Die 13. Novelle zum AWG in Deutschland wird von ähnlichen Überlegungen geprägt. In der Begründung des Referentenentwurfes heißt es zum Ziel: „(...) den Erwerb von gebietsansässigen Unternehmen durch gemeinschaftsfremde Erwerber im Einzelfall zu prüfen und zu untersagen, wenn dies unerlässlich ist, um die öffentliche Ordnung und Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland zu gewährleisten“⁶² Doch was heißt dies im Einzelnen?

Die Regulierung über ausländische Investitionen setzt dabei beim Begriff der öffentlichen Sicherheit und Ordnung ein, der aus dem EG-Vertrag abgeleitet wurde. § 7 bbb) Nr. 6 AWG-Entwurf:

*Rechtsgeschäfte über den Erwerb von gebietsansässigen Unternehmen oder von Anteilen an solchen Unternehmen durch einen gemeinschaftsfremden Erwerber, wenn in Folge des Erwerbs die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland gemäß Absatz 1 Nr.4 gefährdet ist*⁶³

Es handelt sich bei der Neuerung um ein zweistufiges Verfahren, das in Aufgreifphase (3 Monate) und Hauptprüfphase (1 Monat) unterteilt ist. Die Angriffsschwelle liegt bei 25% der Stimmrechte.

Das Prüfverfahren liegt in der Zuständigkeit des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie im Einvernehmen mit dem Auswärtigen Amt und dem Bundesministerium für Verteidigung. In einigen Fällen wird das Bundesministerium des Innern in die Entscheidung einbezogen.⁶⁴

⁶¹ Vgl. Kern, S. (2007), S. 10

⁶² Referentenentwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung (2008) Teil A, Begründung

⁶³ Es handelt sich bei allen weiteren Auszügen um den Referentenentwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung (2008)

⁶⁴ Zur AWG-Novelle: Schalast (2009), S. 110 ff.

Formelle Kontrollmechanismen für Auslandsinvestitionen					
	US	JP	FR	DE	UK
Rechtlicher Rahmen	- Exon-Florio - International Emergency Economic Powers Act	- Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law (FECL)	- 1996 Foreign Investment Law	- 1961 Außenwirtschaftsgesetz	- 1975 Industry Act - 1973 Foreign Trade Act
Indikation	- Nationale Sicherheit	- Nationale Sicherheit - Öffentliche Ordnung - Öffentliche Sicherheit - Negative wirtschaftliche Auswirkungen	- Öffentliche Ordnung - Gesundheit - Sicherheit - Forschung - Herstellung oder Handel mit Substanzen, die für militärische Zwecke oder Kriegsausrüstung bestimmt sind	- Regierung kann bei ausländischen Beteiligungen aufgrund nationaler Sicherheit, öffentlicher Ordnung, Außenpolitik, Handelsbilanz eingreifen bzw. diese einschränken - Keine administrativen Kontrollen, Organe, Praktiken zur Überwachung, Überprüfung, Verfolgung oder anderweitige Einschränkung ausländischer Investitionen	- Regierung kann bei Übernahmen aufgrund nationaler Interessen, einschl. Verteidigung, Luftfahrt intervenieren
Meldevorschriften	- Freiwillig	- Verbindlich	- Verbindlich <i>ex post</i> - Verbindlich <i>ex ante</i> für alle Transaktionen im Zusammenhang mit der nationalen Sicherheit, öffentlichen Ordnung, öffentlichen Sicherheit und allen Sektoren, die im OECD Code of Liberalisation of Capital Movements aufgeführt sind	- Keine	- Keine
Prüforgan	- Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS)	- Finanzministerium - Industrieministerium	- Wirtschafts- und Finanzministerium in Abstimmung mit Industrie- und Verteidigungsministerium	- Nicht zutreffend	- Nicht zutreffend
Prüfverfahren	- 30T Überprüfung - 45T Untersuchung - 15T Prüfung durch Präsidenten	- 30T Überprüfung - Max. 5M Verlängerung	- 1 M plus Recht auf Verschiebung	- Nicht zutreffend	- Nicht zutreffend
Rechtsmittel	- Nein	- Ja	- Ja	- Nicht zutreffend	- Nicht zutreffend
Einzelfallbewertung	- Ja	- Ja - Keine formellen Bewertungskriterien	- Ja - Keine formellen Bewertungskriterien	- Nicht zutreffend	- Nicht zutreffend
Interventionen	- 1 Transaktion abgelehnt	- Keine seit Gesetzesnovellierung 1992	- 1992, 1993, 1994 neun Transaktionen abgelehnt	- Befugnisse AWG nie genutzt	- Befugnisse des Industry Act (1975) nie genutzt

Quelle: Kern, S. (2007), S. 14.

Abbildung 8: Kontrollmechanismen für Auslandsinvestitionen

1.4.4 EU/IWF

Zunehmend entsteht ein weltweiter Konsens, dass die Aktivitäten von Staatsfonds international am besten durch den IWF geregelt werden. Die EU hat ausdrücklich darauf verzichtet, eigene Aktivitäten zu entfalten. Dieser hat sich zur Aufgabe gemacht, einen geeigneten Rahmen für Staatsfonds mit Transparenzrichtlinien, Good Governance Konzepten und Best Practice Methoden zu entwickeln.⁶⁵

Bereits 2001 erließ der IWF die *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Die OECD veröffentlichte ihrerseits die *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Beide Richtlinien sollen dazu dienen die Corporate Governance der Staatsfonds zu stärken. Weiterhin sieht die EU folgende Prinzipien als Ergänzung zu den Good Governance Regelungen vor⁶⁶:

- Klare Aufteilung von Verantwortlichkeiten in der internen Organisation der Fonds
- Strategie, die klare Investmentziele enthält und sich ständig weiterentwickelt
- Autonomie des Fonds, so dass diese Strategie auch verfolgt werden kann
- Veröffentlichung der Abhängigkeiten zur jeweiligen Regierung
- Zusicherung von Integrität
- Entwicklung einer Risikomanagementpolitik

Neben Good Governance steht die Transparenz von Staatsfonds in der öffentlichen Diskussion. Die EU sieht in einer erhöhten Transparenz eine disziplinierende Wirkung auf das Management der Staatsfonds, da Stakeholder bessere Möglichkeiten zur Kontrolle und zum Abgleich der Strategie besitzen würden. Zudem leitet sich aus Transparenz Rechenschaft ab. Wichtig ist die Tatsache, dass durch gesteigerte Transparenz die Regierungen weniger Anreize haben, sich in die Geschäfte der Staatsfonds einzumischen. Die EU erkennt dabei an, dass die Transparenzrichtlinien nicht bestehende OECD und IWF Maßstäbe verstärken sollten, sondern diese müssen für Staatsunternehmen angeglichen werden. Die EU schlägt folgende Maßnahmen vor⁶⁷:

- Veröffentlichung von Investitionen sowie die Portfoliokomposition
- Veröffentlichung über den Gebrauch von Fremdkapital
- Währungszusammensetzung
- Veröffentlichung der Größe des Fonds
- Veröffentlichung der Quelle der Gelder

Seitens des IWFs gibt es bereits eine Reihe Richtlinien⁶⁸, die zum Teil auch auf Staatsfonds angewandt werden könnten.⁶⁹

⁶⁵ Siehe zu Schwellenländern Kern, S. (2007), S. 19

⁶⁶ Vgl. Europäische Kommission (Hrsg.) (2008), S. 10

⁶⁷ Vgl. Europäische Kommission (Hrsg.) (2008), S. 10 f.

⁶⁸ Der Vollständigkeit halber die entscheidenden Richtlinien: *The Code on Good Practices on Fiscal Transparency*, *Special Data Dissemination Standards*, *General Data Dissemination System*, und *the Code on Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*. Diese werden unterstützt durch den *Guide on Resource Revenue Transparency* und die *Manual on Fiscal Transparency*

⁶⁹ Vgl. Allen, M./Caruana, J. (2008), S. 23

Zusätzlich schlägt der Fonds eine Roadmap für Best Practice vor. Diese soll auf multilateraler Ebene in Zusammenarbeit mit den Staatsfonds, der OECD und der Weltbank erarbeitet werden. Best Practice bedeutet in erster Linie Good Governance und Transparenz. Klare Strukturen steigern die Rechenschaftspflicht und mit einer stabilen Investitionspolitik werden die fiskalischen Risiken reduziert. Erhöhte Transparenz hingegen fördert das Einschätzen von Risiken und Verhalten der Staatsfonds. Weiterhin sollte die Autonomie des Fonds in den Best Practice Regeln enthalten sein.⁷⁰ Die Transparenzanforderungen teilen sich in drei Kategorien: erstens die Zielsetzungen der Fonds, zweitens die Organisationsstrukturen und drittens das Portfolio selbst.⁷¹

Seitens des IWFs wurde schließlich eine Workinggroup gegründet, die sich der Thematik annahm und nach und nach versucht ein Rahmenwerk für Staatsfonds zu schaffen (nachfolgend als Santiago Principles dargestellt).⁷²

1.4.4 Transparenz

Die nationale und auch die internationale Diskussion über Staatsfonds dokumentiert, dass vor allem die maßgebliche Transparenz als Begründung für Regelungen herangezogen wird. Nachfolgend wird diese Thematik etwas vertieft betrachtet.

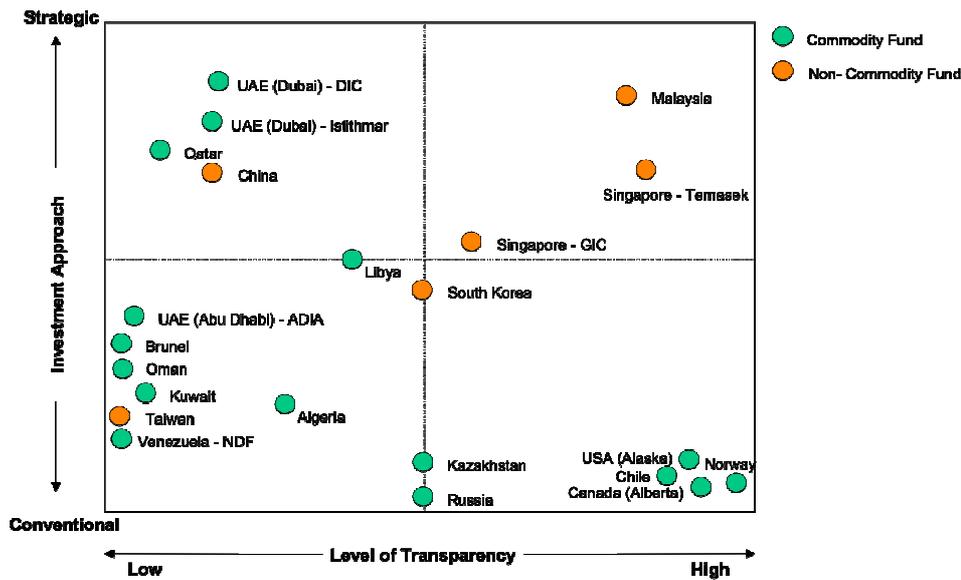
Abbildung 9 zeigt eine Übersicht von 22 Staatsfonds, die nach Grad der Transparenz und Investitionsstrategien bewertet sind. Leicht zu ersehen ist, dass Staaten des Mittleren Ostens eine geringe Transparenz aufweisen und strategischer investieren als andere Staatsfonds.

⁷⁰ Vgl. Allen, M./Caruana, J. (2008), S. 24

⁷¹ Vgl. Allen, M./Caruana, J. (2008), S. 26

⁷² Vgl. Lyons, G. (2007), S. 126f sowie Truman, E. (2007), S. 7 f.

Overview of Investment Approach and Transparency



Quelle: Lyons, G. (2007), S. 14.

Abbildung 9: Grad der Transparenz und Anlagestrategie

Um eine „Blaupause“ für Staatsfonds zu entwickeln, untersuchten Dowson und Truman 44 Staatsfonds, 34 non-pension Fonds und 10 pension Fonds. Die Antworten der Befragung wurden in vier Kategorien eingeteilt: Struktur der Fonds, Governance der Fonds, Transparenz und Rechenschaft und das Portfoliomanagement sowie den Gebrauch von Fremdkapital. Das Ergebnis der Arbeit ist in Tabelle 1 zu sehen. Allgemein anzumerken ist, dass non-pension Fonds niedrigere Werte erzielt haben als pension Fonds.⁷³

⁷³ Vgl. Truman, E. (2008), S. 6

Country	Fund	Structure	Governance	Accountability and transparency	Behavior	Total
NONPENSION FUNDS						
United States (Alaska)	Alaska Permanent Fund	100	80	100	83	94
Norway	Government Pension Fund–Global	94	100	100	67	92
United States (Wyoming)	Permanent Mineral Trust Fund	100	90	82	100	91
United States (New Mexico)	Severance Tax Permanent Fund	100	50	86	100	86
Timor-Leste	Petroleum Fund for Timor-Leste	100	40	96	50	80
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	88	60	89	50	77
Canada (Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	94	60	79	50	74
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	94	60	82	17	70
Hong Kong	Exchange Fund	88	40	79	33	67
Kazakhstan	National Fund for the Republic of Kazakhstan	88	60	64	33	64
Botswana	Pula Fund	69	60	54	33	55
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	100	60	46	0	53
Korea	Korea Investment Corporation	75	60	45	25	51
Russia	Reserve Fund and National Welfare Fund	72	40	50	33	51
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	100	60	29	17	48
Kuwait	Kuwait Investment Authority	75	80	41	0	48
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	69	20	43	50	47
Singapore	Temasek Holdings	50	50	61	0	45
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	63	40	39	17	41
Malaysia	Khazanah Nasional	44	50	46	0	38
China	China Investment Corporation	50	50	14	17	29
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	69	60	7	0	29
Algeria	Revenue Regulation Fund	56	40	11	17	27
Nigeria	Excess Crude Account	50	30	14	17	26
Iran	Oil Stabilization Fund	50	20	18	0	23
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	50	0	18	17	23
Venezuela	National Development Fund	38	0	27	0	20
Oman	State General Reserve Fund	50	0	18	0	20
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	56	0	14	0	20
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	31	0	25	0	18
United Arab Emirates (Abu Dhabi)	Mubadala Development Company	44	10	7	0	15
United Arab Emirates (Dubai)	Istithmar World	38	10	7	0	14
Qatar	Qatar Investment Authority	34	0	2	0	9
United Arab Emirates (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	25	0	4	8	9
Subtotal		68	41	44	25	46
PENSION FUNDS						
Canada	Canada Pension Plan	100	100	96	83	95
New Zealand	Superannuation Fund	100	100	100	75	95
Canada (Québec)	Caisse de dépôt et placement du Québec	100	100	89	83	92
France	Fonds de réserve pour les retraites	100	100	89	83	92
United States (California)	California Public Employees' Retirement System	100	100	96	67	92
Japan	Government Pension Investment Fund	100	90	80	83	87
Ireland	National Pensions Reserve Fund	100	100	86	58	86
Netherlands	Stichting Pensioenfonds ABP	100	100	86	50	85
Australia	Future Fund	100	80	68	83	80
China	National Social Security Fund	100	40	82	67	77
Subtotal		100	91	87	73	88
Total		75	52	54	36	55

Quelle: Truman, E. (2008), S. 7.

Tabelle 1: Ergebnis der Umfrage Trumans

Die Kategorie Struktur der Fonds beinhaltet deren Zielsetzungen, Investmentstrategie und die fiskalische Handhabung der Staatsfonds. Staatsfonds sollten nicht in einem Extrabudget verbucht werden, sondern vielmehr in den fiskalischen Rahmen mit eingebettet sein.⁷⁴ Dies kann von entscheidender Bedeutung für die makroökonomische Stabilität eines Landes sein.⁷⁵

Governance beinhaltet, wie in den Vorschlägen der EU und des IWFs, die Rolle der Regierungen, sowie Richtlinien für Corporate Responsibilities („check and balance“). Neu in der Blaupause ist jedoch die Forderung nach ethischen Richtlinien, die der Fonds befolgen soll. In dieser Kategorie schnitten die non-pension Fonds deutlich schlechter ab, als die pension Fonds. Dies ist darauf zurückzuführen, dass für die meisten non-pension Fonds entweder keine klaren Regelungen in Bezug auf den Einfluss der Regierung vorhanden oder diese sehr schwammig und undurchsichtig sind.⁷⁶

Rechenschaft bezieht sich auf die Implementierung einer allumfassenden Investmentstrategie sowie auf das Veröffentlichende von Jahresabschlüssen. Letztere sollten nach Möglichkeit von unabhängiger Stelle testiert worden sein. Auch hier schneiden die non-pension Fonds deutlich schlechter ab. Im Wesentlichen gibt es drei Gründe für die Nicht-Veröffentlichung der Jahresabschlüsse: Die Währungsreserven werden als Staatsgeheimnis gesehen und somit auch die Größe der Staatsfonds. Wenn ein Land die Größe seines Staatsfonds preisgibt, kann es zu einem leichteren militärischen Ziel werden, da der „Reichtum“ des Landes bekannt geworden ist. Das wohl plausibelste Argument ist jedoch, dass die Bevölkerung eines Landes, nach Bekanntgabe der Größe des Staatsfonds, Ansprüche auf nationale Leistungen an die jeweilige Regierung erheben könnte.⁷⁷

Die letzte Kategorie ist das Verhalten der Staatsfonds. Unter Verhalten versteht die „Blaupause“ die Portfoliokomposition bzw. das Investitionsverhalten des Fonds. Eingeschlossen ist die Benutzung von Fremdkapital oder derivativen Produkten. Viele Staatsfonds pflegen große Beteiligungen an Firmen. Zudem ist wenig über den Gebrauch von Fremdkapital oder derivativen Produkten bekannt.⁷⁸

Das neu gegründete Sovereign Wealth Fund Institute hat einen Transparenzindex, den sog. Linaburg-Maduell Transparency Index, aufgelegt (Abbildung 10). Im Vergleich zu Trumans Ausarbeitungen gibt es keine signifikanten Abweichungen.⁷⁹

⁷⁴ Vgl. Truman, E. (2008), S. 8.

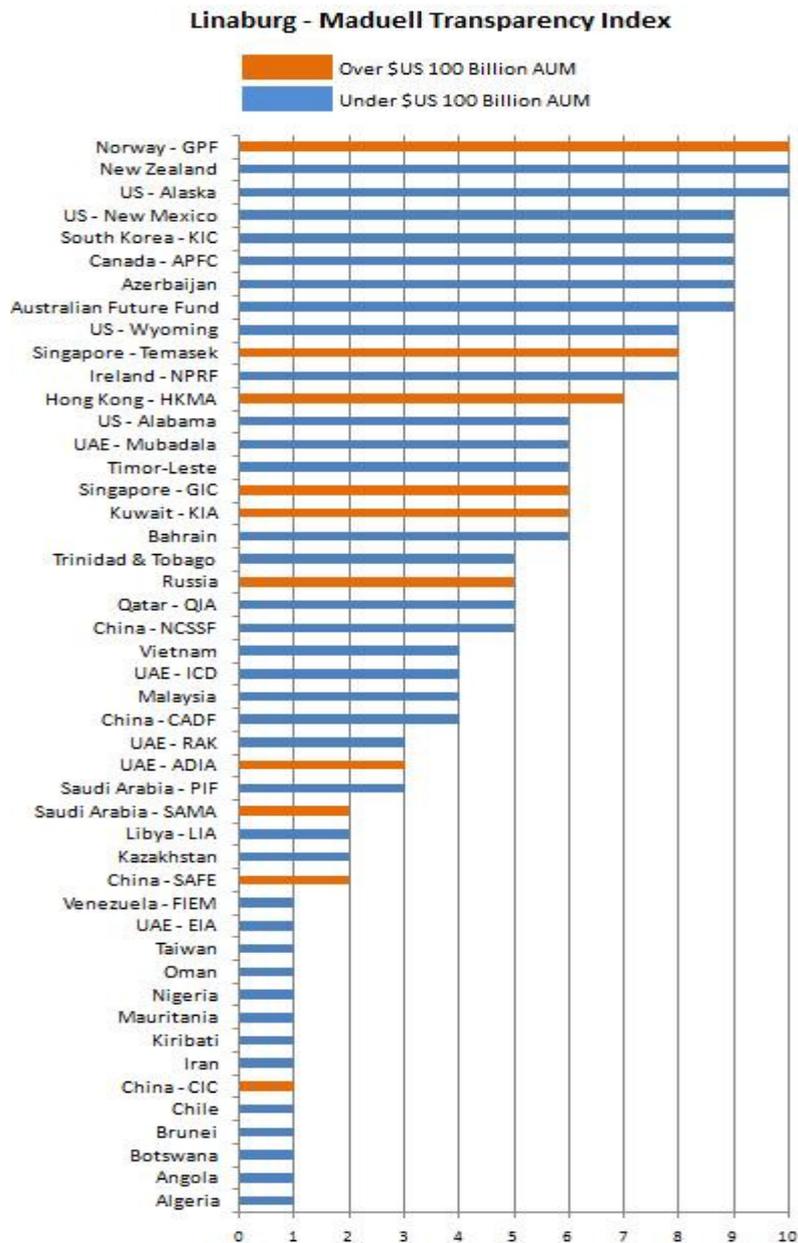
⁷⁵ Vergleiche Kapitel 2.3 Gründe für die Etablierung von Staatsfonds sowie Griffith-Jones, S./Ocampo, J. (2008) und Le Borgne, E./Medas, P. (2007).

⁷⁶ Vgl. Truman, E. (2008), S. 9.

⁷⁷ Vgl. Truman, E. (2008), S. 10 f.

⁷⁸ Vgl. Truman, E. (2008), S. 12.

⁷⁹ Vgl. SWF Institute (2008a).



Quelle: SWF Institute (2008a).

Abbildung 10: Linaburg-Maduell Transparency Index

Der Höchstwert der Transparenz liegt bei 10, wobei untersucht wird, ob folgende 10 Punkte von den Staatsfonds publiziert werden:

1. Historie inkl. Entstehungsgründe, staatliche Eigentümerstruktur und Startanlagevolumen
2. Aktuelle unabhängige jährliche Audit-Reports
3. Investmentstruktur inkl. geografischer Verteilung
4. Portfoliowert und Renditegrößen

5. Investment Policy inkl. ethischer Standards
6. Benennung der Anlagestrategie
7. Tochterunternehmen und deren Kontaktdaten
8. Externe Fondsmanager
9. Aktive Gestaltung der Homepage
10. Kontaktdaten und Ansprechpartner

Als Ergebnis ist festzuhalten, dass eine Steigerung der Transparenz von Staatsfonds den Befürwortern von mehr Regulierung zahlreiche Argumente nehmen würde. Insoweit ist der internationale Ansatz mit dieser Zielrichtung überzeugend.

1.4.5 Santiago Principles

Am 15. Oktober 2008 veröffentlichte die International Working Group for Sovereign Wealth Funds (IWG) ein umfassendes Rahmenwerk für Staatsfonds. Die Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) oder auch Santiago Principles beinhalten 24 Prinzipien, die in drei Teile untergliedert sind⁸⁰:

- Rechtlicher Rahmen, Ziele und Koordination mit der makroökonomischen Politik
- Institutioneller Rahmen und Governance Strukturen
- Rahmen für Investitions- und Risikomanagement

Die Ziele des GAPP sind⁸¹:

- Förderung eines stabilen Finanzsystems und des freien Kapitalverkehrs
- Einhalten aller rechtlichen Vorschriften in den Ländern, in die investiert wird
- Tötigung von Investitionen aus Renditegesichtspunkten
- Etablierung einer transparenten Gouvernancestruktur

Die Santiago Principles wurden aufgestellt, um generelle Richtlinien und Best Practice für Staatsfonds zu etablieren, damit der Vorwurf einer intransparenten Marktteilnahme entkräftet werden kann. Staatsfonds, die die GAPP anwenden, erhöhen das Verständnis nicht nur in ihrem eigenen Land, sondern auch in Ländern, in die sie investieren wollen.⁸²

Zu beachten ist allerdings, dass die GAPP ein verpflichtendes Rahmenwerk darstellen, das auf freiwilliger Basis übernommen werden kann (oder nicht). Dies beinhaltet auch, dass nur Teilprinzipien von den Staatsfonds aufgegriffen werden können. Die Prinzipien wurden jedoch so gestaltet, dass alle Länder in der Lage sind sie umzusetzen, unabhängig von deren ökonomischer Entwicklung⁸³.

Die IWG erkennt an, dass eine sofortige Implementierung aufgrund der Komplexität des Sachverhaltes unrealistisch ist. Besonders für neu etablierte Staatsfonds wird es eine Übergangszeit geben müssen, damit diese ausreichend Zeit haben, die GAPP zu implementieren.

⁸⁰ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 5

⁸¹ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 4

⁸² Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 4

⁸³ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 5

Zudem sind die Prinzipien so allgemein gestaltet, dass sie sich in verschiedene institutionelle Rahmenbedingungen und Gesetzgebungen einbetten lassen.⁸⁴

GAPP 1 bis 5 beinhalten den rechtlichen Rahmen und die Koordination mit der makroökonomischen Politik. Diese zielen auf eine solide Governancestruktur und klare Verteilung der Verantwortlichkeiten zwischen Staatsfonds und Regierung ab. Ein Staatsfonds muss nach klaren rechtlichen Gegebenheiten des Heimatlandes gegründet werden und die Eigentümer müssen ersichtlich sein. Auch muss transparent sein, inwieweit ein Staatsfonds in die makroökonomische Politik eines Landes eingreift. Weiterhin muss erkennbar gemacht werden, wer Kapital dem Fonds entnehmen bzw. zufügen darf und aus welcher Quelle dieses stammt. Die statistisch verfügbaren Daten des Fonds müssen anschließend in regelmäßigen Abständen veröffentlicht werden.⁸⁵

Im zweiten Bereich, institutioneller Rahmen und Governancestrukturen, sind die GAPP 6 bis 17 angesiedelt. Sie regeln, wie die Verantwortlichkeiten innerhalb des Fonds strukturiert sind, um so Rechenschaft und operationelle Unabhängigkeit des Managements zu erreichen. Dazu gehören auch klar formulierte Ziele und Prozessabläufe sowie die Veröffentlichung testierter Jahresabschlüsse. Zudem müssen ethische Standards definiert werden, an die sich der Fonds hält.⁸⁶

Im letzten Bereich, Investitions- und Risikomanagement, werden die GAPP 18 bis 24 vorgestellt. Unter anderem muss die Investitionsstrategie eines Fonds klar und konsistent mit Zielen, Risikotoleranz und Portfoliomanagementprinzipien ausgestattet sein. Investitionsentscheidungen müssen nach Maximierung der risikoadjustierte Rendite erfolgen und im Einklang mit der Investitionsstrategie stehen. Falls Investitionsentscheidungen unter anderen Gesichtspunkten gefällt werden, muss dies kenntlich gemacht sowie veröffentlicht werden. Auch die Nutzung von Insiderinformationen wird untersagt. Weiterhin müssen Staatsfonds bei der Ausübung ihrer Eigentümerrechte im Einklang mit der veröffentlichten Strategie und Best Practice Regeln handeln. Als letzte Regel wird das Überwachen der operationellen Risiken des Geschäftsablaufs der Staatsfonds mit eingebunden.⁸⁷

Die IWG beschloss zudem eine Gruppe von Staatsfonds für das Überwachen der Implementierung auszuwählen. Diese evaluiert das Verständnis der GAPP sowie deren Verbreitung. Die Ergebnisse werden in einem Forum der IWG ausgetauscht und diskutiert, so dass eine ständige Weiterentwicklung des Rahmenwerkes gegeben ist.⁸⁸

⁸⁴ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 6

⁸⁵ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 11 f.

⁸⁶ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 15 f.

⁸⁷ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 20 f.

⁸⁸ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008a), S. 6

2 Staatsfonds und Finanzmärkte

Zu Beginn der Finanzkrise haben Staatsfonds immer wieder strauchelnde Banken wie die UBS mit Kapital gestärkt, dabei aber auch erhebliche Einbußen hinnehmen müssen. Nachfolgend wird untersucht, welches Potential Staatsfonds für eine Stabilisierung der Finanzmärkte haben können. Dazu muss zunächst die Portfoliokomposition der jeweiligen Staatsfonds näher betrachtet werden.

2.1 Portfoliobetrachtung

In Bezug auf die Portfoliozusammensetzung von Staatsfonds sind zwei Beobachtungen zu machen: erstens ist der größte Teil im Ausland angelegt und zweitens scheint der Anteil an risikoreichen Investitionen bei 50% zu liegen⁸⁹, was zunächst überrascht. Betrachtet man weiterhin die Portfolios von transparenten Staatsfonds, so lässt sich zeigen, dass Private Equity, Immobilien und Emerging Markets Investitionen einen signifikanten Anteil ausmachen.⁹⁰ Geht man von der Definition aus, dass Staatsfonds keine direkten Verbindlichkeiten und damit eine höhere Risikoneigung als Pensionsfonds haben, sieht die Standardportfoliotheorie einen größeren Anteil an fixed income securities vor.⁹¹

Tabelle 2 gibt einen Überblick der Portfolioverteilung der Staatsfonds.

		Fixed income	Public equity	Alternatives
Current	% of all SWFs	100	73	46
	% of all SWF assets	35-40	50-55	8-10
Future	% of all SWFs	100	80-100	60-80
	% of all SWF assets	20-30	55-60	15-20
US endowment funds (% of assets equally weighted)		25	58	17

Quelle: Fernandez, D./Eschweiler, B. (2008), S. 13.

Tabelle 2: Portfolioverteilung von Staatsfonds

Hervorzuheben sind in der Assetklasse *Alternatives* die Investitionen in Private Equity Fonds und Hedge Fonds.⁹² Diese Tendenz zeigt sich u.a. an dem Einstieg der China Investment Corporation bei Blackstone.⁹³

⁸⁹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 11

⁹⁰ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 12

⁹¹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 6

⁹² In der Vergangenheit war dafür wohl unzureichend Know How bei den Staatsfonds verantwortlich, Fernandez, D./ Eschweiler, B. (2008), S. 16 f.

⁹³ Vgl. Davies, M. (2008)

Unterteilt man Staatsfonds nach deren Verbindlichkeitsprofil in drei Typen, ergeben sich unterschiedliche Anforderungen an die Portfolioallokation. Für Typ 1, Erdöl- und Rohstofffonds, ergibt sich das höchste Risk-Return Profil, da diese keine ausgeprägten Verbindlichkeiten besitzen. Sie haben einen langen Anlagehorizont und sind nicht gezwungen, Liquidität vorzuhalten. Typ 2, Staatsfonds gespeist aus Leistungsbilanzüberschüssen, besitzen ein leicht geringeres Risk-Return Profil als Typ1. Ihre Verbindlichkeitsstruktur fordert ein Sparen für spätere Generationen und sind daher vornehmlich in ausländische Anlageklassen angelegt. Typ 3, Staatsfonds finanziert aus Kapitalzuflüssen, haben das niedrigste Risk-Return Profil. Im Vergleich zu Zentralbankportfolios sind sie jedoch, auf Grund der volatilen Kapitalflüsse, geneigt in risikoreichere und weniger liquide Anlagekategorien zu investieren.⁹⁴

Für die Portfoliozusammensetzung von Staatsfonds aus den ölreichen Staaten gelten besondere Überlegungen. Diese Staatsfonds werden zum Teil für das Absichern des volatilen Ölpreises verwendet. Daher sollte das Portfolio ein Untergewicht an Titeln haben, die stark mit dem Ölpreis korreliert sind. Eine solche Untergewichtung hat jedoch Auswirkungen auf die geographische Diversifikation des Portfolios, da die Aktien von Energieunternehmen global unterschiedlich verteilt sind. Als Konsequenz hat ein solches Portfolio einen hohen Anteil an japanischen Titeln und einen vergleichsweise geringeren Anteil an Aktienpositionen aus Großbritannien.⁹⁵

Die verschiedenen Investitionsstrategien der Staatsfonds lassen also eher auf das Verhalten von privaten Asset Managern bzw. Investitionsfonds schließen.⁹⁶ Die durchschnittliche Investitionsgröße beträgt 19% der Unternehmensanteile.⁹⁷ Zu unterscheiden ist, ob Staatsfonds in ihren Heimatländern bzw. Emergin Markets oder in OECD-Länder investierten. In ihren Heimatmärkten respektive Emergin Markets, sind Staatsfonds bereit, Mehrheitsbeteiligungen einzugehen, während sich in OECD-Ländern ein anderes Bild abzeichnet. Hier werden zwar ebenfalls Mehrheitsbeteiligungen eingegangen, jedoch nur in nicht sensitiven Bereichen wie etwa Konsumgüter- oder Serviceindustrie. Lediglich 2% der Beobachteten Transaktionen befinden sich hier in sensiblen Bereichen.⁹⁸

Die Investitionen wurden immer dann getätigt, wenn das Zielunternehmen an den letzten 60 Handelstagen negative Returns erzielte.⁹⁹ Anzumerken ist zudem, dass Staatsfonds bislang wenig in Versicherungen investiert haben.¹⁰⁰ Eine Zusammenfassung der Investitionsziele im Zusammenhang mit der Risikotoleranz stellt Abbildung 11 dar.

⁹⁴ Vgl. Jen, S./Bindelli, L. (2008), S. 2

⁹⁵ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 17

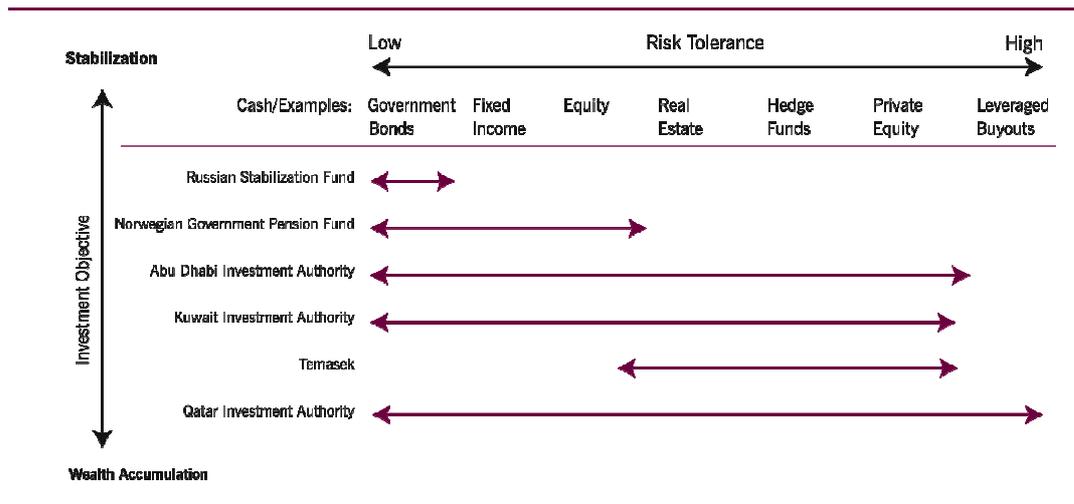
⁹⁶ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 12

⁹⁷ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 16

⁹⁸ Vgl. Miracky, W. et al. (2008), S. 43

⁹⁹ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 16

¹⁰⁰ Vgl. Rajagopalan, P./Rongala, S. (2008), S. 8



Quelle: Butt, S. et al. (2008), S. 79.

Abbildung 11: Investitionsziele und Risikotoleranz

Weitere Überlegungen bzgl. der möglichen Portfoliokomposition sind folgende. Da die meisten Staatsfonds aus so genannten Entwicklungsländern stammen, wird ein großer Teil der Portfolioinvestitionen in den Entwicklungsländern selbst vermutet. Dem zugrunde liegt, dass Staatsfonds über besseres Know-how für Investitionen auf dem einheimischen Markt verfügen.¹⁰¹

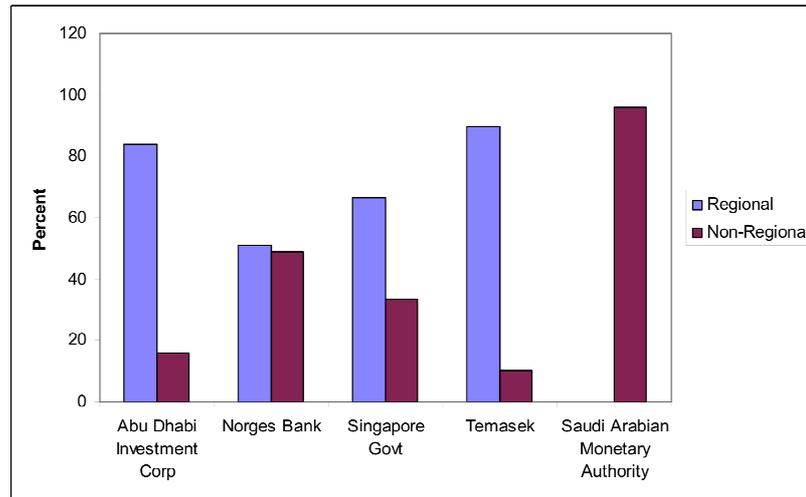
Ein weiterer Ansatz für eine mögliche Allokation ist die Beistreuung von Bonds mit einem hohen Beta. Dadurch lassen sich die Returns deutlich steigern. Betrachtet man jedoch das Kostenverhältnis von Alpha Strategien und Beta Komponenten in einem Portfolio, so wird vermutet, dass viele Staatsfonds einen geringen Beta Anteil in ihrem intern gemanagten Portfolio aufweisen, während die Alpha-Strategien ausgelagert werden.¹⁰²

In einer Studie über die Staatsfonds Abu Dhabi Investment Authority, Government Pension Fund-Global, GIC, Temasek und Saudi Arabian Monetary Authority sind folgende Ergebnisse festzuhalten: Zunächst fällt eine klare Präferenz für Investitionen auf dem regionalen Markt auf.¹⁰³

¹⁰¹ Vgl. Jen, S./Bindelli, L. (2008), S. 2

¹⁰² Vgl. Jen, S./Bindelli, L. (2008), S. 2

¹⁰³ Vgl. Balding, C. (2008), S. 17



Quelle: Balding, C. (2008), S. 17.

Abbildung 12: Regionale Verteilung ausgewählter Staatsfondsportfolios

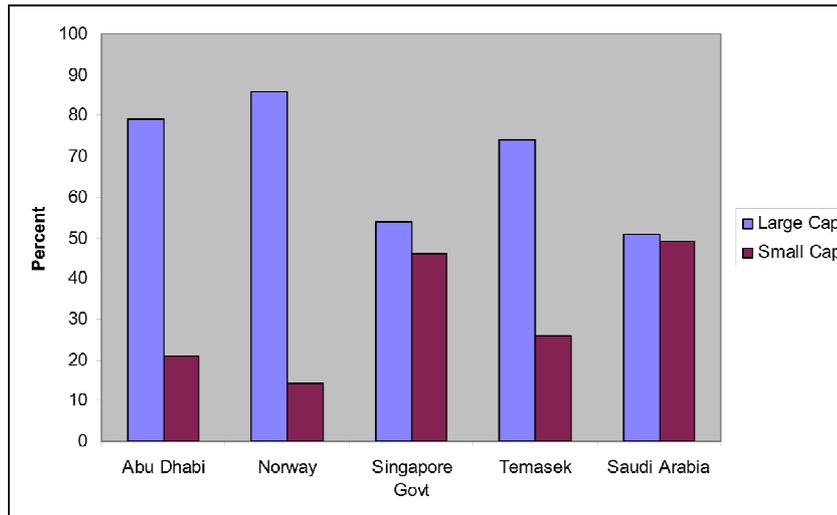
Ausgenommen ist die Saudi Arabian Monetary Authority. Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass der Fonds nur ein Bruchteil des zur Verfügung stehenden Saudi Arabischen Vermögens enthält. Investitionen im Inland könnten daher durch andere Gesellschaften getätigt worden sein.¹⁰⁴

Eine Studie der Monitor Group bestätigt diese Ergebnisse. In der Analyse wurden 785 Transaktionen im Gesamtwert von USD 250 Mrd. betrachtet. Der Großteil der Investitionen wurde im Mittleren Osten und asiatischen Raum (Heimatmärkte der meisten Staatsfonds) getätigt. Zu beachten ist jedoch, dass sich allgemeine Aussagen auf Grund der Heterogenität der Anlagestrategien von Staatsfonds als schwierig erweisen. So investierten die Staatsfonds ADIA, KIA, CIC und GIC mit einem Fokus auf OECD Länder, während sich die übrigen Fonds u.a. Temasek auf ihre Heimatmärkte bzw. Emergen Markets konzentrierten.¹⁰⁵

Abgesehen von der regionalen Verteilung lassen sich bezüglich der Unternehmensgrößenanteile folgende Beobachtungen machen:

¹⁰⁴ Vgl. Balding, C. (2008), S. 17

¹⁰⁵ Vgl. Miracky, W. et al. (2008), S. 35 f.



Quelle: Balding, C. (2008), S. 17.

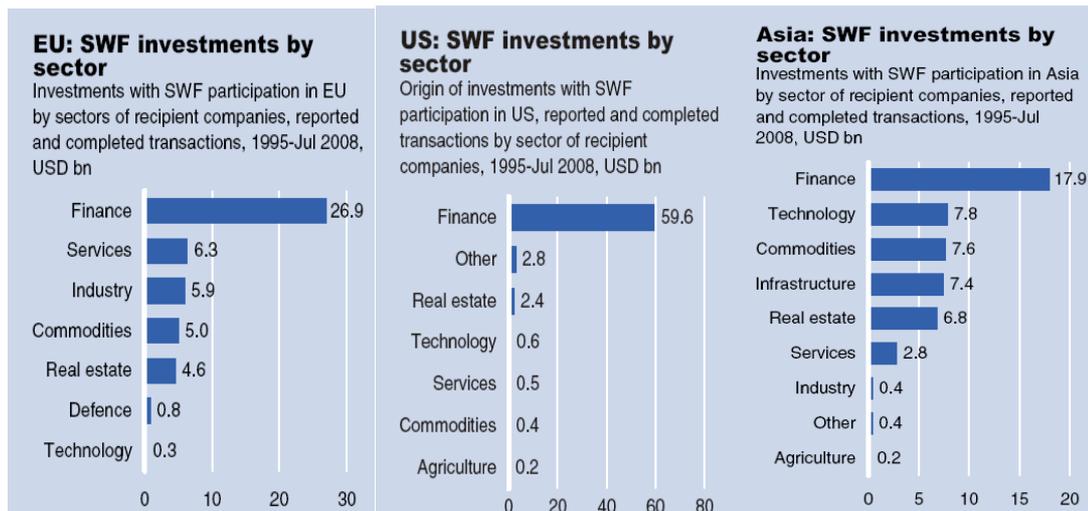
Abbildung 13: Unterteilung von ausgewählten Staatsfondsportfolio nach Größe der Unternehmen

Staatsfonds gehen ein geringeres Risiko ein, als allgemein angenommen wird. Dies spiegelt sich durch ihre Präferenz in large cap-Assets wider. Betrachtet man die Portfolioallokation der Staatsfonds aus Singapur, GIC und Temasek, näher, so lässt sich eine konservative Portfoliostruktur ableiten. 25 der größten Unternehmen, gemessen an der Marktkapitalisierung, machen 85,56% des Portfolios aus. Per 2008 halten die Staatsfonds große Anteile u.a. an British Petroleum, Vodafone, Barclays, Standard Chartered, China Construction Bank und Rio Tinto. Für den norwegischen Fonds zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. 1.200 Position liegen im large Cap Bereich und machen somit 91,43% des Portfolios aus.¹⁰⁶

Ausgehend von dieser Betrachtung kann man ableiten, dass Staatsfonds keine marktunüblichen Risiken eingehen.

In Bezug auf die Sektorverteilung der Staatsfonds gibt Abbildung 14 eine Übersicht der Streuung der Staatsfondsinvestitionen im EU, US und asiatischen Raum.

¹⁰⁶ Vgl. Balding, C. (2008), S. 18



Quelle: Vgl. Kern, S. (2008), S. 8f.

Abbildung 14: Vergleich der Staatsfondsinvestitionen in der EU, USA und Asien nach Sektoren

Bei der Portfolioanalyse ist weiterhin anzumerken, dass Staatsfonds keine Investitionen im Rüstungsbereich tätigten. Lediglich eine Transaktion ist in diesem Bereich bekannt: Der Einstieg der Dubai International Capital's mit 3,12% bei dem europäischen Luft- und Raumfahrtkonzern EADS im Jahr 2007.¹⁰⁷ Diese wichtige Erkenntnis wird durch die Monitor Group Studie bestätigt. Weniger als 1% der Untersuchten Transaktionen lagen in sensiblen Bereichen wie etwa Transport, Rüstungsindustrie oder Hochtechnologie.¹⁰⁸

2.2 Auswirkungen auf den Finanzmarkt

2.2.1 Kapitalverkehr

Die Auswirkungen von Staatsfonds auf den internationalen Kapitalverkehr untersuchte – soweit ersichtlich – zuletzt die Europäische Zentralbank. Um die zukünftigen Kapitalströme simulieren zu können, verglich sie ein traditionelles Reserveportfolio mit einem marktorientierten Portfolio (Staatsfonds). Als Benchmark für das Reserveportfolio dienten Daten aus der IWF Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) Datenbank. Für die Staatsfonds gilt ein 10 Jahresportfolio gemessen am globalen Markt, bei dem ein Verhalten nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) unterstellt wird. Die Simulation erfolgt in zwei Schritten: Zunächst wurden Schätzungen über die Verteilung der Investitionen anhand der Währungsüberschüsse vorgenommen, um dann in einem zweiten Schritt eine alternative Verteilung der Investitionen durchzuführen. Die Umverteilung stellt die Änderungen des Kapitalverkehrs dar. Drei entscheidende Beobachtungen wurden dabei gemacht¹⁰⁹:

¹⁰⁷ Vgl. Kern, S. (2008), S. 8

¹⁰⁸ Vgl. Miracky, W. et al. (2008), S. 42

¹⁰⁹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 14

- Erstens findet durch die Umverteilung des Portfolios ein Nettoabfluss aus US Bonds in Höhe von USD 500 Mrd. statt. Dieser Abfluss führt zu einem Zufluss in den US Aktienmarkt.
- Zweitens findet auch ein Abfluss von Mitteln aus dem Euroraum statt. In der Simulation steht einem Zufluss in Höhe von USD 200 Mrd. ein Abfluss in Höhe von USD 400 Mrd. gegenüber. Die Simulation zeigt auch, dass ein Übergewicht an Euro Bonds gegenüber Euro Aktien vorliegt.
- Drittens steht den Abflüssen aus den US und Euro Markt ein Kapitalzufluss in Japan und den Emerging Markets gegenüber.

Die letzte Beobachtung steht im Einklang mit der Neoklassischen Theorie, die besagt, dass Kapital von reichen zu armen Ländern fließt, da dort höhere Renditen erzielt werden. Der o.g. Kapitalzufluss steht nicht im Einklang mit den Beobachtungen der vergangenen Jahre. Dies erklärt das Lucas-Paradoxon, demzufolge das Kapital von armen zu reichen Ländern fließt. Wie die jüngere Vergangenheit gezeigt hat, sind die Währungsreserven dramatisch angestiegen- das Kapital floss „bergauf“.¹¹⁰ Die Reserveportfolios der jeweiligen Länder sind zum größten Teil in den etablierten Reservewährungen, US Dollar und Euro, angelegt. Wenn nun Staatsfonds als CAPM Investoren auftreten, sollte diese Neigung zugunsten der Emerging Markets fallen gelassen werden.¹¹¹ Einen solchen „Abwärtsfluss“ des Kapitals lässt sich anhand des Staatsfonds aus Singapur, Temasek, deutlich zeigen. Temaseks Portfolio besteht zu 40% aus Investitionen in Emerging Markets.¹¹²

¹¹⁰ Vgl. Prasad, E./ Rajan, R./ Subramanian (2007)

¹¹¹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 16

¹¹² Temasek Holdings Homepage

Tabelle 3: gibt einen Überblick über die verschiedenen Szenarien

(in USD billions)						
Scenario A: Benchmark results for diversification across regions and markets						
	US	Euro area	Japan	UK	Others	Total
Stock market	538	183	115	93	281	1,209
Bond market	-1,073	-413	210	-100	167	-1,209
Total	-534	-230	325	-7	447	
Scenario B: Share of US/euro securities in bond holding unchanged						
Stock market	538	183	115	93	281	1,209
Bond market	-732	-346	-31	-71	-29	-1,209
Total	-193	-163	83	22	252	
Scenario C: Diversification only between US and euro area bond markets						
Stock market	0	0	0	0	0	0
Bond market	-142	142	0	0	0	0
Total	-142	142	0	0	0	
Scenario D: Diversification only between US and euro area						
Stock market	804	273	0	0	0	1,077
Bond market	-817	-260	0	0	0	-1,077
Total	-13	13	0	0	0	

Quelle: Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 15.

Tabelle 3: Auswertung der Szenariobetrachtung der EZB

In Szenario B werden die Umschichtungen der Reservewährungen betrachtet. Dieses Szenario widerspricht nicht den o.g. Beobachtungen. Selbst kleine Änderungen in der Verteilung Bonds zu Aktien lösen einen Abfluss aus dem Euroraum aus. Dabei ist jedoch zu beachten, dass Staatsfonds ihre Umschichtungen sehr langsam vornehmen und kurzfristig eine gewisse Präferenz für große liquide Märkte besitzen.¹¹³

Szenario C betrachtet den US und Euro Markt. In diesem Fall wird eine Verschiebung in Höhe von USD 150 Mrd. aus dem US Bond Markt hin zugunsten des Euro Bond Marktes stattfinden.¹¹⁴

Szenario D zeigt, dass der Anteil, zu dem Staatsfonds in Aktien investiert sind, dem Zufluss in den Euromarkt entspricht. Ausgehend von der Annahme, dass 40% des Portfolios in Aktien investiert sind, findet in der Simulation quasi kein Abfluss aus dem US Markt statt.¹¹⁵

2.2.2 Wechselkurse und Asset Preise

Nach der Betrachtung des Kapitalverkehrs werden im folgenden Abschnitt mögliche Auswirkungen auf die Wechselkurse aufgezeigt. Bisher existieren nur sehr wenige fundierte Studien zu dieser Problemstellung. Die Literatur macht deutlich, dass Staatsfonds auf Grund von ausgeübtem Preisdruck und Veränderung der Risikoneigung Auswirkungen auf Asset Preise und

¹¹³ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 16

¹¹⁴ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 16

¹¹⁵ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 16

Wechselkurse haben. Diese Auswirkungen haben jedoch nur Bestand, wenn die Nachfragekurve für Aktien und Bonds abwärts geneigt ist¹¹⁶.

In Bezug auf Bonds könnte eine Veränderung der Risikoneigung zu niedrigeren Preisen führen. Tabelle 4 gibt einen Überblick über Studien, die die Auswirkung von Zentralbankkäufen auf dem US Bondmarkt untersucht haben. Diese könnten auf Staatsfonds übertragbar sein.¹¹⁷

Quelle	Jahr	Reduktion (in Basispunkten)
Banque de France	2005	125
Bernanke et al.	2004	50-100
BIS	2006	~ 0
Goldman Sachs	2004	40
IXIS	2005	75
JP Morgan	2005	30-50
Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen	2007	20-55
Merrill Lynch	2005	30
Morgan Stanley	2005	100-150
PIMCO	2005	100
Roubini und Setser	2005	200
Truman	2005	75
Vanguard Group	2005	~ 0
Warnock and Warnock	2006	90

Quelle: Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 20.

Tabelle 4: Auswirkung auf den US Bondmarkt

Betrachtet man die Auswirkungen der verschiedenen Investitionsstrategien von Staatsfonds, abhängig von deren Verbindlichkeitsprofil (Drei-Typen-Kategorisierung wie in 3.1 beschrieben), auf Assetpreise so ergeben sich folgende Prognosen. Typ 1 erhöht das weltweite Risk-Return Profil. Typ 2 hat denselben Effekt, jedoch mit einer geringeren Intensität als Typ 1. Typ 3 hingegen verringert das Risk-Return Profil, da dieser eine konservativere, respektive risikoaversere Strategie verfolgt als die beiden anderen Typen.¹¹⁸

Bei der Analyse der Wechselkurse ergeben sich folgende Schwierigkeiten: es sind bisher keine Studien über die Beeinflussung von Wechselkursen durch Staatsfonds vorhanden. Es existieren lediglich Untersuchungen von Zentralbankinterventionen auf den Wechselkurs. Diese besagen, dass es durch Interventionen Effekte auf Wechselkurse gibt. Dieser Effekt wird auf den „signalling effect“ zurückgeführt, der Aussagen über die künftige Geldpolitik einer Notenbank verspricht. Ob diese Analysen auf Staatsfonds übertragbar sind, muss erst noch weiter erforscht werden.¹¹⁹

¹¹⁶ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 18

¹¹⁷ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 20

¹¹⁸ Vgl. Jen, S./Bindelli, L. (2008), S. 2

¹¹⁹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 19

Es werden jedoch nicht nur Einflüsse auf Asset Preise und Wechselkurse, sondern auch Auswirkungen auf Zinssätze zu sehen sein. Nach Schätzungen des IWF könnten Portfolioveränderungen zugunsten der Entwicklungsländer und des Euroraums die Zinsen in den USA um 10 bis 20 Basispunkte ansteigen lassen.¹²⁰

2.2.3 Aktienkurse

In einer Case Study zum Thema Preisdruck wurde die Relevanz der Investitionsentscheidungen des norwegischen Staatsfonds, Government Pension Fund-Global, auf die jeweiligen Aktien untersucht. Dabei wurden Titel analysiert, die durch das Advisory Council des Fonds ausgeschlossen wurden. Das Advisory Council ist u.a. zur Kontrolle und Einhaltung der ethischen Guidelines des Fonds zuständig. Eine solche Untersuchung eignet sich aus zweierlei Gründen besonders gut, um das Ergebnis auf die übrige Staatsfondsbranche zu übertragen: Zum Einen findet der Ausschluss aus rein nicht-ökonomischen Gründen statt und zum Anderen lassen das Timing und die Modalitäten des Verfahrens zwei Schlüsse zu. Erstens sprechen während der Deinvestitionsphase atypische Veränderungen für eine Verringerung der Nachfrage und zweitens hat die Bekanntgabe des Ausschlusses eines Wertes einen Signaleffekt, der andere Marktteilnehmer beeinflusst.¹²¹

Der Case Study lagen Daten über 20 Firmen vor, die von dem Staatsfonds zwischen 2005 und 2006 ausgeschlossen wurden. Keines der 20 Unternehmen wurde in der Deinvestitionsphase signifikant negativ beeinflusst. 10 Unternehmen konnten ihre Benchmark nicht halten, während neun eine statistisch nicht relevante Veränderung erlitten. Es wurden daher keine Beweise für eine negative Beeinflussung der Aktienkurse durch nicht-ökonomische Motive gefunden. Zwei Anmerkungen sind jedoch zum norwegischen Fond zu machen: Erstens ist der Deinvestitionsprozess so gestaltet, dass Preisdruck auf die Titel vermieden werden soll, zweitens ist zu beachten, dass der norwegische Staatsfonds nur Minderheitsanteile an Unternehmen halten darf (maximal 5%). Es ist davon auszugehen, dass sich bei größeren Anteilen, wie sie z.B. bei Staatsfonds des Mittleren Osten vorkommen, diese Ergebnisse nicht übertragen lassen.¹²²

2.2.4 Unternehmensführung

Eine weitere Betrachtung sind die Auswirkungen von Staatsfondsinvestitionen auf die Unternehmensführung eines Unternehmens. Während es relativ viel Literatur zum Thema Auswirkungen von großen institutionellen Investoren auf Corporate Governance in Unternehmen gibt, sind diesbezüglich Staatsfonds, trotz großem öffentlichen Interesse, weitgehend unerforscht geblieben.

Die Theorien über den Einfluss von institutionellen Investoren auf Unternehmen besagen, dass sich die Überwachung der Manager verbessert, gleichzeitig jedoch neue Agencykosten geschaffen werden, da große Investoren kleinere Anteilseigner und Kreditoren verdrängen.¹²³

¹²⁰ Vgl. Allen, M./Caruana, J. (2008), S. 31

¹²¹ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 21

¹²² Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 23

¹²³ Vgl. Shleifer, A./Vishny, R. (1997), S. 737 f.

Weitere Beobachtungen beziehen sich auf die Principle-Agency Problematik. Große Investoren sind nicht genug diversifiziert und versuchen daher ihr unternehmensspezifisches Risiko zu minimieren. Sie werden eher konservativ handeln, was sich auf das investierte Unternehmen auswirkt.¹²⁴ Ein größeres Problem stellt der Interessenskonflikt zwischen einerseits großen, institutionellen Investoren und andererseits Managern, Arbeitnehmern und kleinere Investoren dar. Der große Investor wird bestrebt sein, das Unternehmen in seinem Interesse zu lenken, welches nicht notwendigerweise mit dem der anderen Stakeholder übereinstimmen muss.¹²⁵

In der nachfolgend dargestellten Studie von Fortak et al wurden das Verhalten und die Auswirkungen von Staatsfonds, als große institutionelle Investoren, untersucht. Von 1989 bis 2008 sind 75 Staatsfondsinvestitionen beobachtet worden. Nur 53 dieser Investitionen liegen weit genug zurück, um geeignete Aussagen treffen zu können. Folgende Beobachtungen wurden gemacht¹²⁶:

- Mit einer buy-and-hold Strategie über einen Zeitraum von 2 Jahren waren die Returns der Unternehmen mit 40,96% negativ. Demnach hätten im Ergebnis Staatsfondsinvestitionen langfristig einen negativen Effekt auf Unternehmen.¹²⁷
- Im kurzfristigen Bereich (60 bis 200 Tage) stellte sich heraus, dass nach Bekanntgabe der Staatsfondsinvestitionen eine positive Marktreaktion folgte (45 von 53 Beobachtungen).¹²⁸

Bislang unerforscht geblieben ist, warum der Markt die nachweislich langfristig gesehenen negativen Auswirkungen eher positiv bewertet. Im Widerspruch steht auch die Hypothese, Staatsfonds würden besser kontrollieren, aber auf der anderen Seite neue Kosten durch Interessenskonflikte verursachen.¹²⁹

Die Studie von Kotter et al über den Einfluss von 163 Staatsfondsinvestitionen auf Aktienkurse kam zu diesen Ergebnissen¹³⁰:

- Es konnte durchschnittlich 2,1% risikoadjustierte Rendite innerhalb von 2 Tagen nach der Transaktion dokumentiert werden
- Der Grad der Transparenz des Staatsfonds ist eine wichtige Determinante für die Marktreaktion
- Sowohl das Zielunternehmen als auch der Staatsfonds profitieren von Offenlegungspflichten
- Profitabilität, Wachstum und Unternehmensführung des Zielunternehmens veränderten sich nicht signifikant 3 Jahre nach dem Einstieg eines Staatsfonds

¹²⁴ Vgl. Demsetz, H./Lehn, K. (1985), S. 1155 f.

¹²⁵ Vgl. Jensen, M./Meckling, W. (1976), S. 303 f.

¹²⁶ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 13

¹²⁷ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 14

¹²⁸ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 15

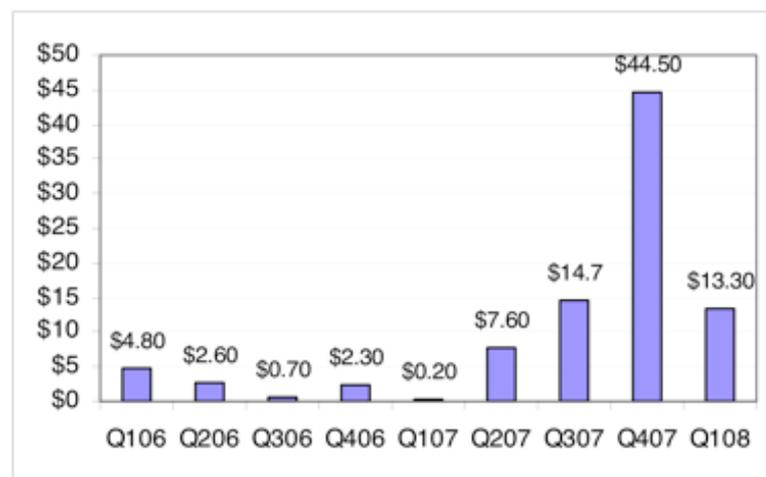
¹²⁹ Vgl. Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008), S. 16

¹³⁰ Vgl. Kotter, J./Lel, U. (2008), S.1 f.

2.3 Staatsfonds während der Finanzmarktkrise

Die Finanzkrise nahm ihren Anfang im amerikanischen Immobilienmarkt. Nach dem Platzen der New Economy Blase 2000 konzentrierten sich viele Anleger auf Immobilieninvestitionen. Binnen fünf Jahren stiegen die Häuserpreise, teils durch spekulative Nachfrage, teils durch sog. „Subprime“ Kredite, um über 100 Prozent.¹³¹ Als die Kreditnehmer ihre Kredite auf Grund gestiegener Zinsen nicht mehr bedienen konnten, zerbrach der enorm aufgeblähte Markt Mitte 2007¹³². Bedingt durch die hohen Abschreibungen auf die Subprime Kredite gerieten viele Banken, vor allem Immobilienfinanzierer, in Liquiditätsengpässe, die teilweise zur Zahlungsunfähigkeit führten. Prominente Beispiele sind die jetzt verstaatlichte Northern Rock und Bear Stearns, die durch JP Morgan übernommen wurde.¹³³ Der Vertrauensverlust der Banken untereinander wurde immer größer, so dass viele Banken Kapitalerhöhungen benötigten, um die Abschreibungen „finanzieren“ zu können und zahlungsfähig zu bleiben. In einer Zeit, in der das Vertrauen gering war, zeigten sich Staatsfonds als solide und hilfsbereite Kapitalgeber.¹³⁴

Abbildung 15 gibt den Verlauf der Staatsfondsinvestitionen in westliche Finanzinstitutionen wieder.



Quelle: Weiss, M. (2008), S. 6.

Abbildung 15: Staatsfondsinvestitionen in westliche Finanzinstitute in USD Mrd.

Das Argument Staatsfonds wirkten finanzmarktstabilisierend wird durch das Verhalten während der Finanzmarktkrise belegt. In einer Zeit, in der Banken einen großen Kapitalbedarf haben, stellen Staatsfonds rund USD 45 Mrd. der Finanzbranche zur Verfügung. Staatsfonds

¹³¹ Vgl. Busch, U. (2008), S. 804

¹³² Bemerkung: Die Immobilien- und Finanzmarktkrise wird hier sehr vereinfacht dargestellt. Dieses Thema ist durch eine Reihe weiterer komplexer Aspekte geprägt. Für die Betrachtung der Staatsfondsinvestitionen soll jedoch diese kurze Einführung ausreichen

¹³³ Vgl. Sah, A. (2008), S. 1 f.

¹³⁴ Vgl. Partnership for New York City (Hrsg.) (2008), S. 8

investierten immer dann, wenn die Credit Default Swap (CDS) Spreads negativ beeinflusst waren.¹³⁵ Dieses Verhalten ist eine Indikation für eine mean-reverting Investitionsstrategie.¹³⁶

Die Staatsfonds nutzen die Gelegenheit sich bietender Chancen, um sich zu – scheinbar – günstigen Preisen an amerikanischen und europäischen Finanzdienstleistungsinstituten zu beteiligen (Abbildung 16). Dabei investierten Staatsfonds über 100 bis 150 Mrd. USD, aber mussten auch hohe Verluste in Kauf nehmen.

Nr.	Company	Fondsname	% Stake	USD bn.
1	UBS	Government of Singapore Invest. Corporation	9,7	9,7
2	Merrill Lynch	Temasek Holdings	21,1	8,4
3	Citigroup	Abu Dhabi Investment Authority	4,9	7,5
4	Citigroup	Government of Singapore Invest. Corporation	4,5	6,9
5	Morgan Stanley	China Investment Corporation	9,9	5,0
6	Standard Chartered	Temasek Holdings	18,0	4,5
7	Barclays Bank	Qatar Investment Authority	8,9	3,5
8	Merrill Lynch	Kuwait Investment Authority	5,7	3,4
9	Bank of China	Temasek Holdings	10,0	3,1
10	Blackstone Group	China Investment Corporation	9,9	3,0
11	London Stock Exch	Qatar Investment Authority	24,0	2,2
12	Barclays Bank	Temasek Holdings	2,1	2,0
13	Merrill Lynch	Korea Investment Corporation	3,3	2,0
14	Barclays Bank	Temasek Holdings	1,8	2,0
15	UBS	Saudi Arabian Monetary Agency	2,0	1,8
				1,8
	Total			65

Abbildung 16: Staatsfonds investieren in Finanzdienstleistungsinstitute während der Subprime Crisis¹³⁷

Staatsfonds haben sicherlich nichts mit dem Auslösen der Finanzmarktkrise zu tun. Allerdings muss bei dieser Betrachtung das globale Ungleichgewicht zwischen Leistungsbilanzdefizit- und überschuss mit einbezogen werden. Staatsfonds werden, wie eingangs gezeigt, aus Leistungsbilanzüberschüssen gespeist. Das Ungleichgewicht ist zum Teil für die anhaltende Finanzmarktkrise verantwortlich, denn das „savings-glut“¹³⁸ trug dazu bei, die realen langfristigen Zinsen fallen zu lassen. In Großbritannien zum Beispiel fielen die Zinsen¹³⁹ von 3,9% in 1997 auf 1,6% in 2005. Dies hatte Auswirkungen auf das Sparen sowie die Assetpreise gleichermaßen: Sparen wurde durch die gesunkenen Zinsen weniger attraktiv wohingegen die Assetpreise stiegen. Die Auswirkungen dieses Szenarios sind bereits in der Einleitung beschrieben worden. Die Etablierung von Staatsfonds ist ein Zeichen dafür, dass „Überschussländer“ nicht mehr bereit sind, niedrige Zinsen/Renditen in Kauf zu nehmen. Dies könnte An-

¹³⁵ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 12

¹³⁶ Vgl. Beck, R./Fidora, M. (2008), S. 12

¹³⁷ KPMG, Die neuen globalen Investoren, 2008, et al

¹³⁸ Vgl. Bernanke, B. (2007)

¹³⁹ Es handelt sich dabei um die Differenz zwischen einer zehnjährigen Staatsanleihe und der jährlichen Inflationsrate

passungsdruck auf die Wechselkurse haben und so das globale Ungleichgewicht reduzieren. Staatsfonds können somit Teil der Lösung des globalen Ungleichgewichts werden. Weiterhin steht fest, dass Staatsfonds Banken durch bereitgestellte Liquidität aus einer Notsituation helfen und so vermutlich noch Schlimmeres verhindern konnten.¹⁴⁰

Eine Untersuchung der DB Research von Ende 2008 analysiert den Einfluss von neun Staatsfondsinvestitionen auf die Aktienkurse und das Handelsvolumen der jeweiligen Unternehmen im Zeitraum von Mitte 2007 bis Mitte 2008. Acht der neun untersuchten Investitionen gehören zu den populärsten Transaktionen während der Finanzmarktkrise. Es konnten drei Ergebnisse festgehalten werden¹⁴¹:

- Der starke Abwärtstrend der Aktienkurse konnte durch die Staatsfondsinvestitionen nicht durchbrochen werden
- Staatsfondsinvestitionen hatten keinen starken Einfluss auf die Aktienkurse
- Bei Investitionen, bei denen Einflüsse festgestellt werden konnten, waren diese nicht homogen

Zusammengefasst kann gesagt werden, dass die Staatsfondsinvestitionen keinen positiven oder negativen Effekt auf die Aktienkurse hatten.¹⁴²

Hervorzuheben ist weiterhin, dass Staatsfonds auch während der Finanzmarktkrise weitestgehend Minderheitspositionen eingegangen sind. Selbst in Firmen, in denen sie zum größten Shareholder geworden sind beanspruchten sie dennoch keine Aufsichtsratssitze.¹⁴³ Es bleibt abzuwarten, wie sich die Investitionen der Staatsfonds langfristig auf die verschiedenen Banken als auch auf den Bankensektor im Ganzen auswirken.

¹⁴⁰ Vgl. Gieve, J. (2008), S. 200

¹⁴¹ Vgl. Kern, S. (2008), S.14 f.

¹⁴² Vgl. Kern, S. (2008), S.15

¹⁴³ Vgl. Kern, S. (2008), S. 12

3 Empirische Untersuchung

Ein Problem bei der Diskussion über Staatsfonds ist, dass oftmals nicht genügend Informationen über sie vorhanden sind. Aus diesem Grund wurde durch die Frankfurt School of Finance & Management im Herbst 2008 eine Befragung bei deutschen Unternehmen sowie den größten Staatsfonds durchgeführt, die nachfolgend dargestellt und kritisch gewürdigt wird.

3.1 Methodische Ansätze und Untersuchungsziele

3.1.1 Dax 30 und MDax 50

Vor dem Hintergrund der deutschen und internationalen Diskussion über Staatsfonds erscheint es folgerichtig, zunächst die Ansichten deutscher Unternehmen näher zu untersuchen. Zu diesem Zweck wurden Fragebögen (Anhang 1) an alle Dax 30 und MDax 50 Unternehmen verschickt, das heißt die 80 größten deutschen börsennotierten Unternehmen. Dies führt zu einer repräsentativen Untersuchungsgruppe, denn die Unternehmen sind interessant für Staatsfondsinvestitionen. Weiterhin ist durch die Börsennotierung ein transparentes Investitionsumfeld gegeben. Staatsfonds können, entweder selbst oder durch Anlagegesellschaften, an der Börse Anteile der befragten Unternehmen erwerben. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Unternehmen meist über genügend Ressourcen verfügen, um sich ein differenziertes Bild über Staatsfonds zu verschaffen.

Um ein differenziertes Stimmungsbild der Unternehmen zu erhalten, spiegelt der Fragebogen die folgenden Teilaspekte wider:

Erfahrungen mit Staatsfonds

Um das Ausmaß der Staatsfondsinvestitionen besser einschätzen zu können, müssen die in der Vergangenheit getätigten Beteiligungen analysiert werden.

Gründe für Staatsfondsbeteiligungen

Die Motive, mit denen Unternehmen Beteiligungen mit Staatsfonds eingehen, können ganz unterschiedlicher Natur sein. Diese Sektion würdigt diesen Aspekt. Hieraus können sich mögliche Schwachstellen der Unternehmensfinanzierung feststellen lassen.

Informationslage über Transparenz, Anlageverhalten und strategische Ziele

Wie schon erwähnt, handelt es sich bei Staatsfonds zum größten Teil um sehr intransparente Marktteilnehmer. Aus diesem Grund ist es von Bedeutung, die Informationslage der Unternehmen in Bezug auf die drei Bereiche zu untersuchen.

Gefahren, die von Staatsfonds ausgehen

Das Stimmungsbild in Deutschland ist sehr gemischt, wenn es um Staatsfonds geht. Ein bislang wenig beleuchteter Bereich ist der der Unternehmen. Die Frage, ob Unternehmen, ähnlich wie die Politik, Staatsfonds als Bedrohung ansehen oder nicht, wird in diesem Teil ermittelt. Im Speziellen geht es um die Frage, ob neue Akteure aus China und Russland ein besonderes Gefahrenpotential darstellen.

Einstellung zu rechtlichen Aspekten

Es lohnt sich die Sichtweise der Unternehmen auf die 13. AWG Novelle zu untersuchen, da sie, wie beschrieben, in einer gewissen Abhängigkeit von ausländischen Investoren stehen.

3.1.2 Staatsfonds

Parallel wurde für die Staatsfondsbranche ein separater Fragebogen (Anlage 2) entwickelt und an die 48 größten Staatsfonds verschickt.¹⁴⁴ Der Fragebogen wurde dabei in 4 Sektionen eingeteilt:

Marktsituation

Um Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Staatsfondsinvestitionen geben zu können, wurden die Staatsfonds zu ihren vergangenen Investitionen als auch zu einer Einschätzung für zukünftige Investitionen befragt.

Portfoliozusammensetzung

Die Allokation der Portfolios ist ein entscheidender Aspekt, wenn man Staatsfonds näher betrachtet. Je nach Komposition lassen sich verschiedene Strategien und Verhaltensweisen ableiten. Auch die genaue Größenbestimmung der jeweiligen Fonds wird dadurch erleichtert. Um herauszufinden wie die Portfolios aufgebaut sind, wurde auf Basis der Sektorklassifikation der European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA)¹⁴⁵ in verschiedene Branchen und Unterbranchen unterteilt.

¹⁴⁴ Grundlage für die Auswahl der 48 größten Staatsfonds waren die Berechnung von Kern, S. (2007), S. 4

¹⁴⁵ Vgl. European Private Equity and Venture Capital Association (Hrsg.) (2007), S. 102

Anlagestrategie

Neben der Portfoliokomposition ist das Verhalten der Staatsfonds von Bedeutung. Neben einer definierten Strategie muss erforscht werden, ob Staatsfonds durch Private Equity Gesellschaften, andere Anlagegesellschaften oder Direktinvestitionen agieren.

Best Practice

In Bezug auf Best Practice sind Informationen über die Veröffentlichungspflichten des jeweiligen Fonds relevant. Veröffentlicht der Fonds seine Anlage- Risikomanagementstrategie sowie ethische Vorschriften sind Fragen, die dieses Themenfeld betreffen.

3.2 Ergebnisse

3.2.1 Unternehmen

Von den 80 verschickten Fragebögen kamen 20 Antworten zurück, was einer Ergebnisquote von 25% entspricht. Die Auswertung hat ergeben, dass 79% der Unternehmen sich eine Staatsfondseteiligung grundsätzlich vorstellen können, wobei nur 42% eine solche schon einmal ernsthaft in Betracht gezogen haben. Auf Grund des hohen „Zuspruchs“ für Staatsfondsbeteiligungen bietet es sich in diesem Zusammenhang an, den Ruf der Staatsfonds als langfristige und zuverlässige Investoren zu betrachten. Auf die Frage, ob dieser Ruf mit dem Meinungsbild der Unternehmen übereinstimme, antworteten 73%. Alle, die geantwortet haben, bestätigten den Eindruck, dass Staatsfonds langfristige und zuverlässige Investoren sind. 13% haben bereits positive Erfahrungen mit Staatsfonds gemacht.

Unternehmen, die einer Staatsfondsbeteiligung nicht ablehnend gegenüberstehen, wurden nach möglichen Motiven für eine solche Beteiligung befragt. Abbildung 17 gibt die Verteilung der Antworten wieder.

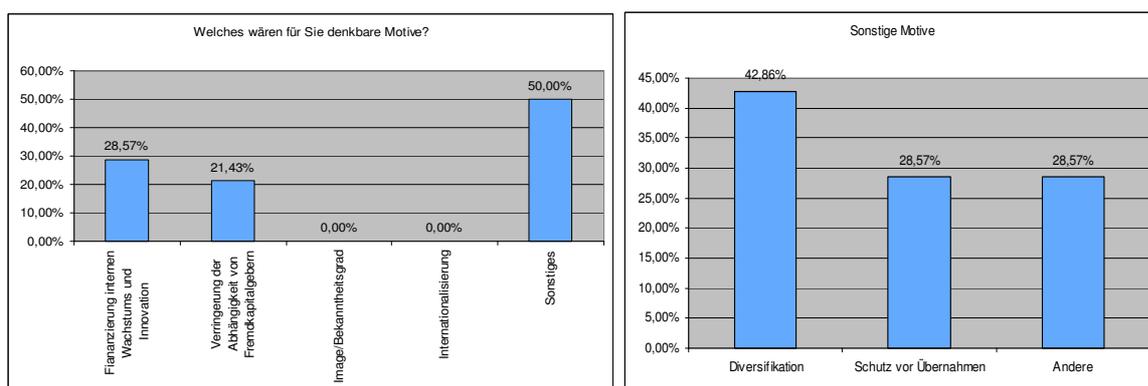


Abbildung 17: Motive für Staatsfondsbeteiligung

In Bezug auf die Informationslage der Unternehmen lässt sich feststellen, dass eine gewisse Unwissenheit vorherrscht. In den Kategorien Informationslage zu strategischen Zielen, Transparenz und Anlageverhalten überwiegen die Antworten „teilweise bekannt“ und „unbekannt“, wie Abbildung 18 zeigt.

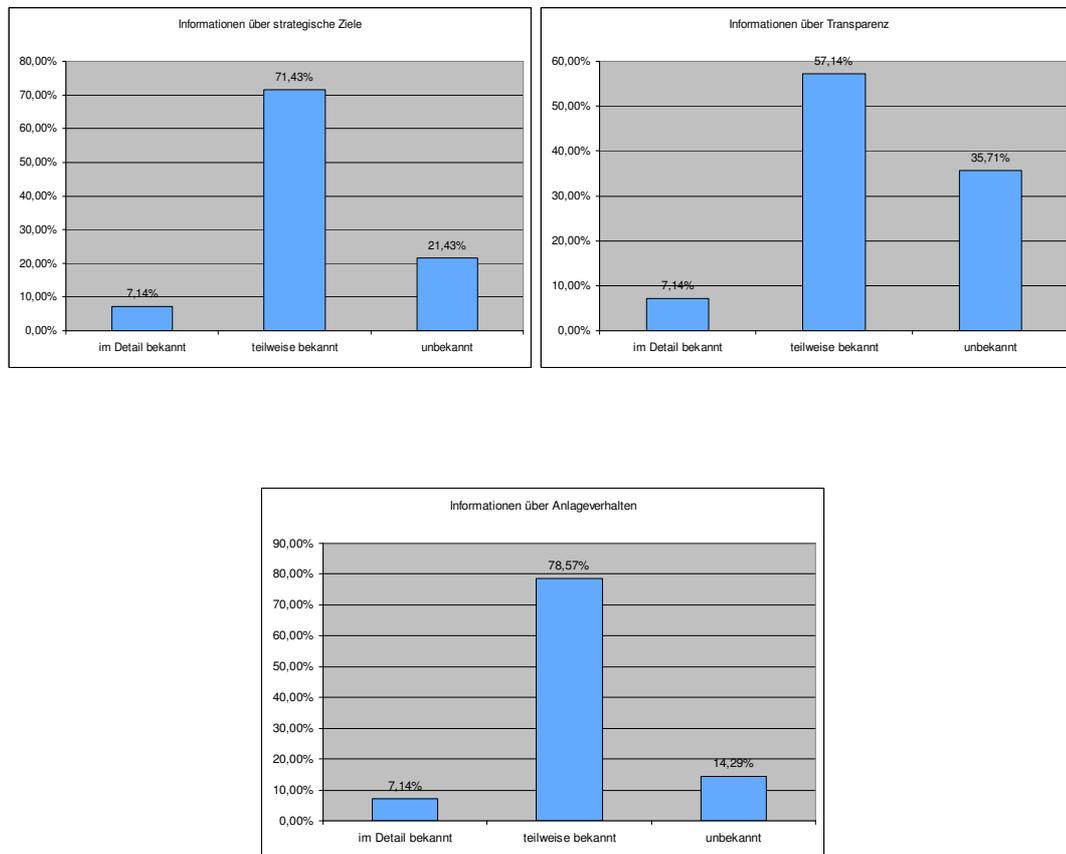


Abbildung 18: Informationslage der Unternehmen über Staatsfonds

Dies spiegelt sich auch im Wissen um die einzelnen Staatsfonds wider. Nur 48% der Unternehmen waren in der Lage einzelne Staatsfonds zu bewerten, wobei der Government Pension Fund Global und die Abu Dhabi Investmet Authority mit 25% und 12,5% als vertrauenswürdig eingestuft wurden.

Die allgemeine Bedeutung der Staatsfonds als Quelle für die Privatwirtschaft wird von 61,54% als hoch angesehen. Nur 7,14% beurteilten sie als sehr niedrig.

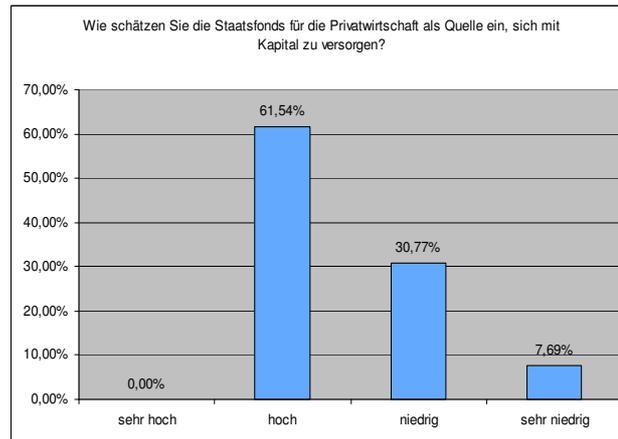


Abbildung 19: Bedeutung der Staatsfonds für die Privatwirtschaft

Neben der Bedeutung der Staatsfonds für die private Wirtschaft, spielt die Unsicherheit in der Öffentlichkeit eine große Rolle. So führt das verstärkte Auftreten von Staatsfonds bei 87,5% zu Misstrauen, wenn Unsicherheit über Investitionsmotive und Anlagestrategie herrscht. Als Ursache wird zu 87% mangelnde Transparenz gesehen.

Mit der Intransparenz von Staatsfonds gehen auch Unkenntnis über ihre Unternehmensführung, Beteiligungshöhen in Unternehmen und Managementstrukturen einher. Dieser Umstand ist für 31% der Unternehmen Besorgnis erregend. Interessant ist jedoch, dass 50% der Unternehmen diesem Umstand neutral gegenüberstehen.

Im Gegensatz zu der Politik sehen die Unternehmen zu 72% die bereits existierenden Exportkontrollvorschriften für sensible Technologien ins Ausland als ausreichend an. Auch die Beschränkung ausländischer Investitionen und damit der aktuelle Referentenentwurf des AWGs ist für 90% problematisch. Die Relevanz der geplanten Gesetzesänderung wird zudem von 53% als sehr hoch angesehen. Lediglich 11% sind der Ansicht, dass das Gesetz wenig relevant ist.

Als „sensible“ Bereiche der Wirtschaft, bei denen ausländische Beteiligungen staatlich kontrolliert werden sollten, nannten die Unternehmen die Rüstungsindustrie mit 33%. Ein zweiter großer Block an Antworten war anderer Ansicht, wie sich aus Abbildung 20 entnehmen lässt.

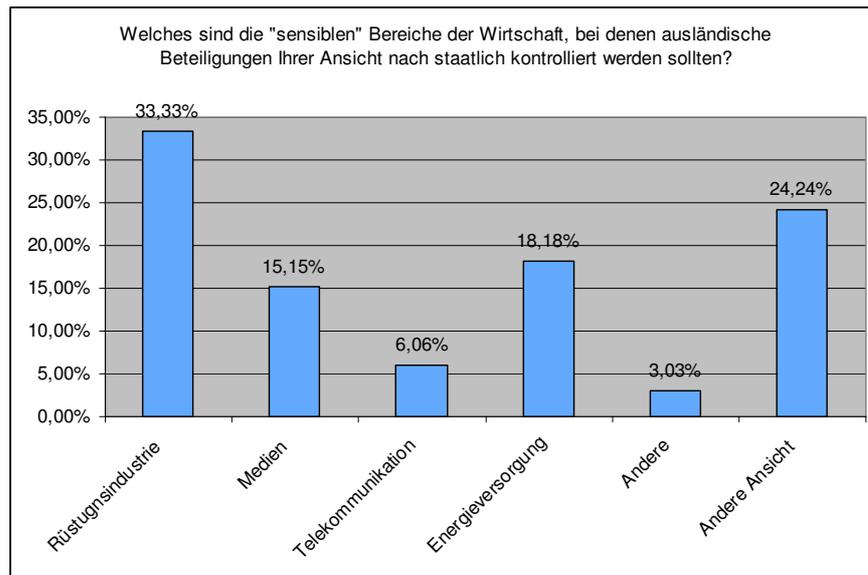


Abbildung 20: Schützenswerte Bereiche der Wirtschaft

Neben einer Spezifikation „sensibler“ Bereiche könnten Größenklassendefinitionen eine hilfreiche Rolle spielen. Dies lehnen allerdings 55% der Unternehmen ab. Bei der Frage, wer jedoch als akzeptabler Eigentümer solcher Bereiche in Frage kommt, ergibt sich ein sehr differenziertes Bild wie Abbildung 21 deutlich macht.

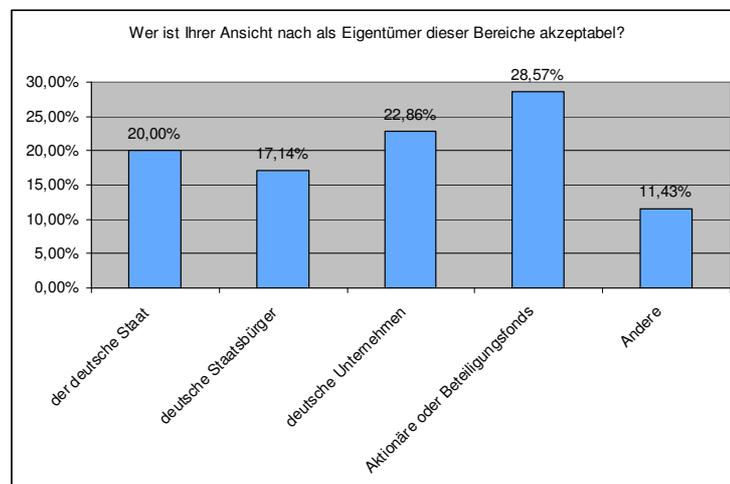


Abbildung 21: Akzeptable Eigentümer der schützenswerten Bereiche

Eine nationale Lösung in Bezug auf die Kontrolle ausländischer Investitionen wird von den Unternehmen mit Verweis auf die Attraktivität des Investitionsstandorts Deutschland abgelehnt. Die befragten Unternehmen sprachen sich mit 70% gegen eine nationale Lösung aus.

Wenn jedoch eine nationale Lösung nicht erwünscht ist, stellt sich die Frage, wer für einen geeigneten Handlungsrahmen von Staatsfonds verantwortlich sein soll. 45% der Unternehmen sehen die EU als geeigneten Vertreter an. Abbildung 22 gibt die Verteilung der Institutionen wieder.

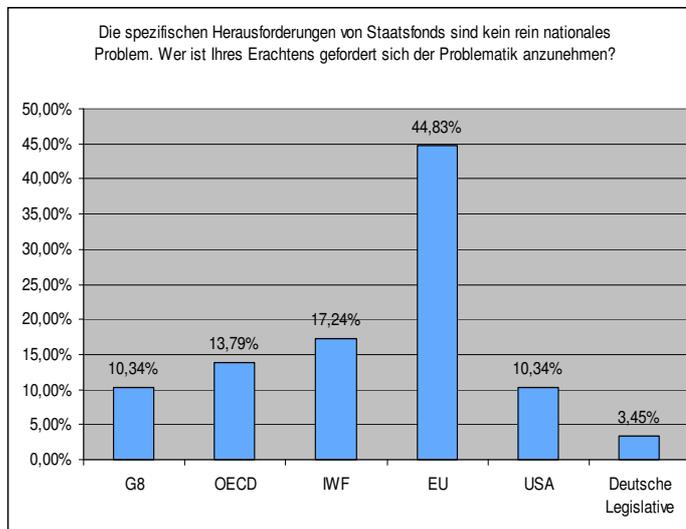


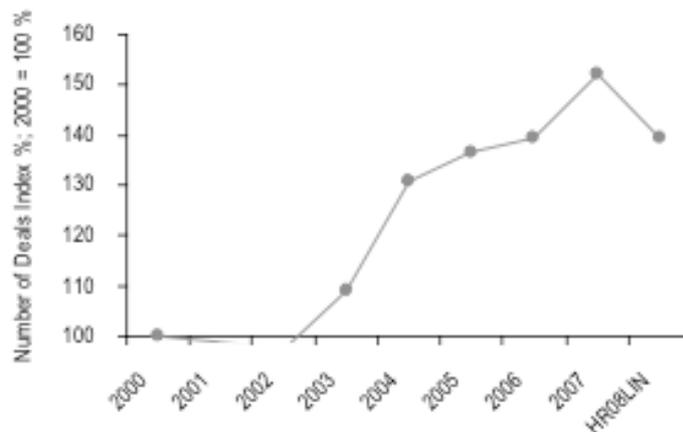
Abbildung 22: Internationale Institutionen, die mit der Staatsfondsproblematik betraut werden sollten

3.2.2 Staatsfonds

Die Auswertung der Fragebögen ist nicht aussagefähig, da nur 3 von 48 angefragten Staatsfonds überhaupt antworteten. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 6,25%. Auf Grund dieser statistisch nicht signifikanten Anzahl wird im folgendem lediglich eine Prognose getroffen. Um die Analyse repräsentativer zu gestalten, werden verfügbare Daten über Staatsfonds aus dem Internet und eine Befragung von 20 Staatsfonds durch die IWG miteinbezogen.

Die Bestimmung der Anzahl der getätigten Investitionen der vergangenen drei bzw. fünf Jahre gestaltet sich als schwierig. Dies hängt vor allem mit dem Investitionsverhalten der Staatsfonds zusammen, die, wie vorstehend beschrieben, verschiedene Gesellschaften für die Verwaltung ihres Kapitals beauftragen. Solche Gesellschaften können Private Equity Häuser, Hedge Fonds oder Asset Management Gesellschaften der Fonds selbst sein, wie es beim Wyoming State Investment Fund der Fall ist. Dieser ist in 7 verschiedenen Fonds unterteilt, die jeweils mit unterschiedlichen Aufgaben betraut sind.

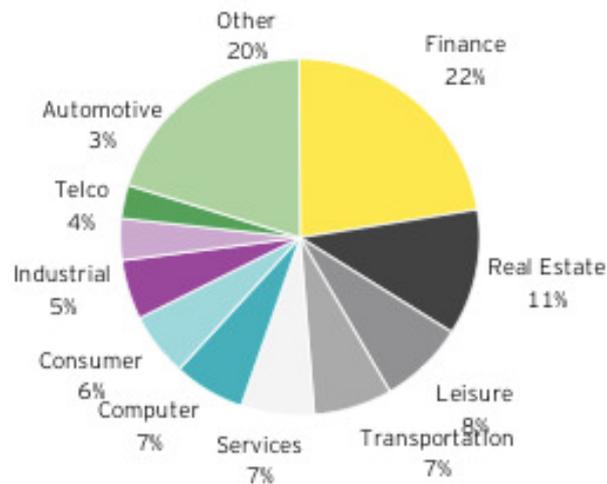
Innerhalb der nächsten 3 Jahre sehen alle befragten Fonds einen Anstieg der Investitionsaktivitäten. Darüber hinaus gibt es durch die Finanzmarktkrise ein gestiegenes Potential an Investitionsmöglichkeiten. Ernst and Young hat die Dealzahlen von 2000 an indexiert.



Quelle: Ernst and Young (Hrsg.) (2008), S. 4.

Abbildung 23: Anzahl der Staatsfondsinvestitionen

In Bezug auf die Portfoliokomposition der einzelnen Staatsfonds lässt sich eine recht breite Diversifikation feststellen. Ein leichtes Übergewicht scheint jedoch auf Finanz- und Infrastrukturinvestitionen zu liegen. Im Infrastrukturbereich sind Flughäfen ein begehrtes Anlageziel, wohingegen im Finanzbereich keine klare Präferenz für spezielle Untersektoren vorhanden ist. Eine Untersuchung der Staatsfonds Temasek und GIC aus Singapur ergibt folgende Portfolioverteilung nach Sektoren:



Quelle: Ernst and Young (Hrsg.) (2008), S. 10.

Abbildung 24: Sektorverteilung der Staatsfonds GIC und Temasek

Tabelle 6 vergleicht die regionalen Verteilungen der Investitionen von den Staatsfonds Government Pension fund Global, Temasek, New Zealand Superannuation Fund und Australian Government Future Fund:

Fonds	Domestic	Europe	America	Middle East and Africa	Asien	OECD
Government Pension Fund-Global	50%	Domestic	35%		15%	N/A
Temasek	40%	N/A	N/A		40%	20%
New Zealand Superannuation Fund	24%	19,7%	45%	0,3%	12%	N/A
Australian Government Future Fund	44,6%	17,9%	28,7%	0,6%	8,2%	N/A

Quelle: Vgl. SWF Institute (2008c); Australian Government Future Fund (Hrsg.) (2008), S. 29; Temasek Holdings Homepage und New Zealand Superannuation Fund (Hrsg.) (2008), S. 20.

Tabelle 5: Geographische Verteilung ausgewählter Staatsfonds

Ein typisches Portfolio eines Staatsfonds könnte wie in Abbildung 25 aussehen. Es lässt sich gut erkennen, dass ein Mix aus Investitionen in Unternehmen und Schuldverschreibungen vorliegt. Die Verteilung besteht zu 29% aus Unternehmensbeteiligungen und zu 63% aus Schuldverschreibungen. Dies lässt auf eine konservative Anlagepolitik schließen. Ein gewisser Cash-Bestand ist erforderlich, um etwaige Rohstoffpreisschwankungen ausgleichen zu können.

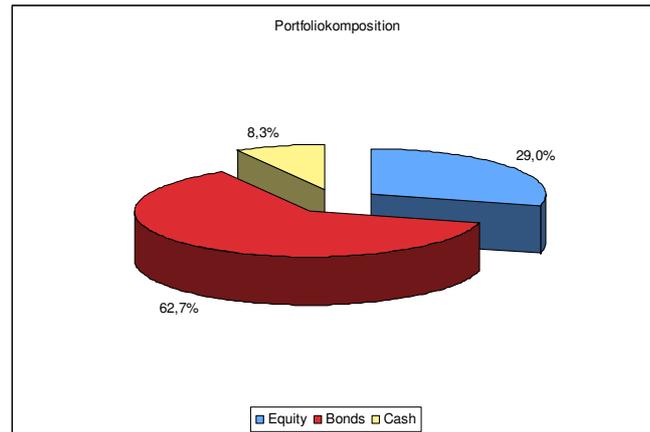
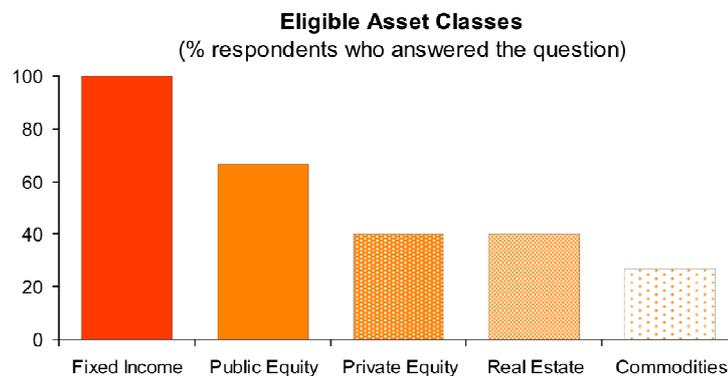


Abbildung 25: Typische Staatsfondsportfolio

Die IWG bestätigte in ihrer Studie den traditionellen Assetansatz. Sie fand heraus, dass die meisten Fonds in Staatsanleihen mit einem guten Rating investiert sind und nur einen geringeren Teil ihres Portfolios in Equity anlegen. Andere Fonds verwenden einen alternativen Ansatz und setzen ihre Benchmark aus 40-70% Equity, 4-10% Private Equity Fonds, 13-40% Fixed Income, 2-5% Infrastruktur, 2-5% Rohstoffe und 8-10% Immobilien zusammen.¹⁴⁶



Quelle: IWG (Hrsg.) (2008b), S. 15.

Abbildung 26: Portfoliozusammensetzung von Staatsfonds

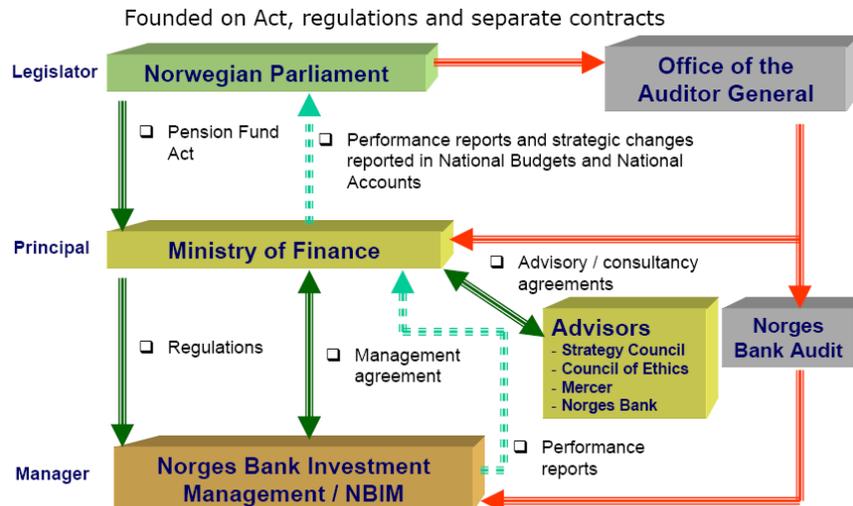
Bezüglich des Gebrauchs von Fremdkapital zeigt die Studie, dass es der Mehrheit der Fonds nicht gestattet ist, Fremdkapital aufzunehmen. Einige Fonds bestätigen jedoch, dass sie in Assetklassen investieren, die Gebrauch von Fremdkapital machen wie z.B. Private Equity Gesellschaften. Zudem haben viele der befragten Staatsfonds Beschränkungen für Anteile an Unternehmen, Assetklassen und der Gestaltung des Portfolios eingeführt.¹⁴⁷

¹⁴⁶ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 15

¹⁴⁷ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 16

Der norwegische Governmental Pension Fund-Global ist einer der transparentesten Fonds in der Branche. Wie bereits diskutiert, können an Hand dieses Fonds einige Details der Staatsfonds verdeutlicht werden.¹⁴⁸ Im folgenden Abschnitt sollen nun ergänzende Aspekte des Fonds vorgestellt werden.

Die Governancestruktur des Fonds wird im folgenden Diagramm dargestellt, aus dem die jeweiligen Verpflichtungen an die verschiedenen Ministerien ablesbar sind.



Quelle: Kjaer, K. (2007), S. 26.

Abbildung 27: Governancestruktur des norwegischen Staatsfonds

Der norwegische Fonds besteht zu 60% aus Fixed Income und zu 40% aus Equity. Nach den Regelungen des Fonds sind Beteiligungen bis zu einer Höhe von 5% erlaubt. 51 externe Fondsmanager sind für ca. 60% des aktiv eingegangenen Risikos verantwortlich.¹⁴⁹

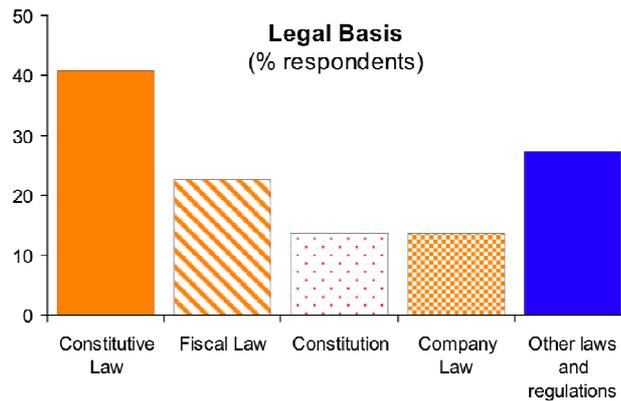
In Bezug auf den Handlungsrahmen der Staatsfonds werden die Untersuchungsergebnisse der IWG herangezogen, da, wie bereits erwähnt, die Stichprobe statistisch nicht signifikant ist. Die Studie der IWG bezieht sich auf Antworten von 20 Mitgliedern der Working Group, auf deren Basis auch die Santiago Principles entwickelt wurden.

Die rechtliche Basis, auf der Staatsfonds gegründet wurden, variiert stark. Die eine Hälfte sind rechtlich selbstständige Einheiten. Diese werden zumeist von den Finanzministerien kontrolliert während das operationelle Management die Zentralbank oder eine Management Agency unterhält.¹⁵⁰ Abbildung 28 gibt die Verteilung der rechtlichen Basis der verschiedenen Fonds wider:

¹⁴⁸ Diese Verdeutlichung erhebt keineswegs den Anspruch auf andere Fonds übertragbar zu sein, denn der norwegische Fonds bildet eine Ausnahme in Bezug auf Transparenz innerhalb der Staatsfondsbranche

¹⁴⁹ Vgl. Kjaer, K. (2007), S. 51

¹⁵⁰ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 5



Quelle: IWG (Hrsg.) (2008b), S. 5.

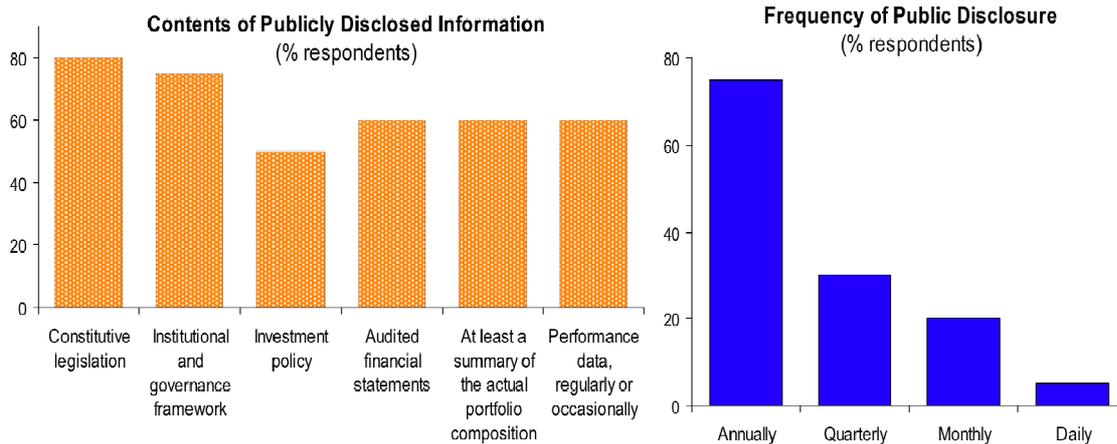
Abbildung 28: Rechtliche Basis der Staatsfonds

Über die Ziele der verschiedenen Staatsfonds war bislang wenig bekannt. Die Befragung ergab, dass 21% zukünftige Pensionsverpflichtungen als Ziel haben, 65% Spar- und Stabilisierungsziele verfolgen und 14% Reserveinvestitionen tätigen, um langfristig Rendite zu erwirtschaften.¹⁵¹

Die Berichterstattung und Rechenschaftspflichten der Staatsfonds hängt von den Institutionen ab, die den Fonds besitzen oder leiten. Wenn es sich um eine nicht eigenständige Einheit handelt, berichtet das Finanzministerium dem Parlament über die Aktivitäten des Fonds. Es werden jährliche Abschlussberichte erstellt, die an das Parlament weitergeleitet werden. In den Berichten sind die geprüften Jahresabschlüsse als auch die Businesspläne enthalten, an Hand derer die Staatsfondsmanager zur Rechenschaft gezogen werden können. Die testierten Abschlüsse werden zu 50% nach International Public Sector Accounting Standards, zu 25% nach Generally Accepted Accounting Principles und die restlichen 25% zu International Financial Accounting Standards getätigt. Alle Jahresabschlüsse werden von internen und externen Wirtschaftsprüfern abgenommen.¹⁵²

¹⁵¹ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 5 f.

¹⁵² Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 11 f.

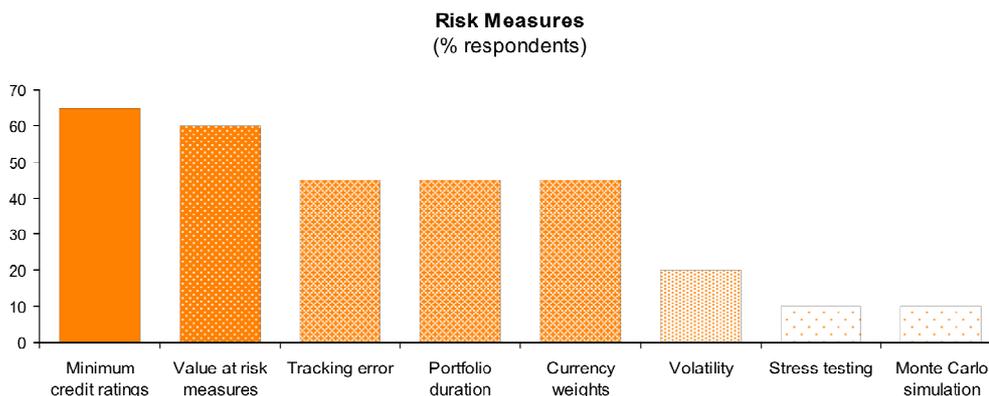


Quelle: IWG (Hrsg.) (2008b), S. 14.

Abbildung 29: Veröffentlichungspflichten der Staatsfonds

Alle befragten Staatsfonds haben spezifizierte Investitionsziele. Eine große Anzahl der Fonds maximiert ihren Return im Vergleich zu einer Benchmark, andere haben absolute Returnziele, während einige keine klaren Investitionsziele neben ihren Aufgaben, wie Stabilisierung der Rohstoffpreise, haben. Die Investitionsstrategie ist bei den meisten befragten Staatsfonds durch einen Asset Approach bestimmt, nur wenige verwenden einen Asset-Liability Ansatz. Die Strategie wird durch ein mean variance asset allocation model abgeleitet. Die Assetklassen als auch die regionale Verteilung fließen mit in die Benchmark zur Bewertung der Fonds ein. Die Anpassung des Portfolios geschieht in regelmäßigen Zeitabständen (z.B. wöchentlich oder monatlich) auf Basis eines maximalen Trackingfehlers.¹⁵³

Auch haben die befragten Staatsfonds ein Risikomanagement etabliert, das auf folgende Methoden zurückgreift:



Quelle: IWG (Hrsg.) (2008b), S. 16.

Abbildung 30: Risikomessung der Staatsfonds

¹⁵³ Vgl. IWG (Hrsg.) (2008b), S. 14 f.

3.3 Zusammenfassung

Bei den Unternehmen lässt sich auf Grund der Rücklaufquote und der mit den Investor Relations Abteilungen geführten Telefonaten feststellen, dass Staatsfonds ein auch in Unternehmenskreisen kontroverses Thema ist. Nichts desto trotz sind 20 Antworten von 80 Anfragen ein relativ repräsentatives Ergebnis. Es ist dabei nicht überraschend, dass die Unternehmen, die antworteten, einem Staatsfondsenagement nicht ablehnend gegenüberstanden.

Die Untersuchung zeigt, dass Staatsfonds als langfristig orientierte und zuverlässige Investoren gesehen werden, aber die tatsächlichen Erfahrungen, die mit Staatsfonds gemacht wurden, nicht zahlreich sind. Man könnte schlussfolgern, dass dies mit der Unwissenheit über Staatsfonds im Zusammenhang steht. Die Unkenntnis über Staatsfonds beruht zu großen Teilen auf deren Intransparenz. Wie die Studie zeigt, wurde sich bislang wenig konkret mit den einzelnen Staatsfonds auseinandergesetzt. Dies sollte sich jedoch mit den Santiago Principles ändern, da ein besserer Informationszugang gewährt wird. Damit sollte das Informationsbedürfnis der Privatwirtschaft hinreichend befriedigt werden.

Aus der relativ hohen Bedeutung der Staatsfonds für die Privatwirtschaft lässt sich ableiten, dass auf Grund der bisher zahlenmäßig gering getätigten Investitionen die Aktivitäten der Staatsfonds, sofern nicht unterbunden, weiter ausbreiten werden. Die Bedeutung der Staatsfonds als Kapitalquelle war in der Vergangenheit eher gering, jedoch sind viele Unternehmen bereit, sich mit Staatsfonds zu beschäftigen und als mögliche Kapitalquelle in Betracht zu ziehen.

Die Unternehmen machen weiter deutlich, dass sie gegen weitere Kontrollvorschriften sind. Die Änderung des AWGs richtet sich somit gegen diese Einstellung. Die Unternehmen sehen, im Gegensatz zur Politik, Investitionstätigkeiten von Staatsfonds nicht als „Ausverkauf“, sondern als legitime Kapitalquelle an. Fast alle Unternehmen sprechen sich gegen eine nationale und für eine internationale bzw. EU Lösung aus. Auch die Angst vor neuen Akteuren wie China und Russland ist nicht gegeben.

Die Finanzbranche scheint sich besonders gut mit Staatsfonds auszukennen. Dies spiegelt sich einerseits in der Vielzahl der Antworten und andererseits in den Ergebnissen wider. Auch wurde gezeigt, dass Finanztitel begehrte Anlageziele von Staatsfonds sind.

Für die Staatsfonds selbst bestätigt die Untersuchung den Eindruck, dass es sich um eine relativ intransparente Branche handelt. Bei nur drei Rückläufen verhärtet sich dieser Ruf. Jedoch konnte Fallweise gezeigt werden, wie sich die Portfolioallokation, Anlagestrategien, Regelungen bzgl. Regierungen und rechtliche Fundamente gestalten.

Man muss jedoch feststellen, dass die fallweise Betrachtung nicht immer Rückschlüsse auf andere Fonds zulassen, die u.U. eine ganz andere Anlagepolitik verfolgen. Um für die gesamte Branche sprechen zu können, müsste einerseits eine allgemeingültige Definition erarbeitet werden, als auch die Transparenzanforderungen auf alle Staatsfonds übertragen werden, so dass vergleichbare und ausreichend große Analysen getätigt werden können.

Anzumerken ist, dass die Befragung in einen Zeitraum fiel, in dem einerseits die Untersuchung der IWG lief, andererseits an den Santiago Principles gearbeitet wurde. Mit Hilfe des neuen Rahmenwerkes, sollten Analysen vereinfacht und die öffentliche Kommunikation gesteigert werden.

4 Aktuelle Entwicklung

Die aktuelle Entwicklung ist zum großen Teil durch neue Staatsfonds aus China und Russland geprägt. Beide Staatsfonds stehen unter besonderer Beobachtung, da China ein Bestreben hat, möglichst rasch an westliche Technologie zu adaptieren und Russland seine dominante Stellung als Rohstofflieferant ausbaut. Es wird sich in näherer Zukunft zeigen, ob die Staatsfonds dieser Staaten strategische Anteile an Unternehmen erwerben um ihren Zielen näher zu kommen oder ob das Verhalten ausschließlich renditegetrieben ist. Abzuwarten ist auch das Verhalten der Staatsfonds in den Banken, in die sie sich während der Finanzmarktkrise eingekauft haben. Bisher konnte noch keine aktive Ausübung ihrer Stimmrechte beobachtet werden.

Neben China und Russland könnte auch Indien als weiterer BRIC Staat einen Staatsfonds etablieren. Erst kürzlich setzte das indische Finanzministerium eine Zweckgesellschaft (SPV) auf, um die marode indische Infrastruktur aufzubessern. Das SPV soll durch Gelder aus Währungsreserven gespeist werden und in verschiedenen Tranchen die Gesellschaft auf bis zu USD 5 Mrd. anwachsen lassen. Jedoch ist ein SPV nicht gleich ein Staatsfonds, denn für Indien gibt es mehrere Gründe mit der Etablierung eines Staatsfonds abzuwarten. Indiens Exportgüter sind breit diversifiziert und haben einen geringen Rohstoffanteil, zudem hat Indien erst kürzlich begonnen Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen. Vor diesem Zeitraum hatte Indien ein Leistungsbilanzdefizit und konnte daher nicht wie China Währungsreserven aufbauen. Das SPV kann jedoch als eine Art Zwischenschritt zu einem Staatsfonds gesehen werden.¹⁵⁴

Es wurde eingangs festgestellt, dass Staatsfonds schon lange am Kapitalmarkt tätig sind und als langfristig orientierte Investoren bekannt sind, die nachhaltige und renditeträchtige Investments suchen. Dabei gibt es drei verschiedene Typen von Staatsfonds, wobei die letzteren Exchange Funds relativ neue Akteure am Kapitalmarkt sind. Die Gründe für das Auftreten der Exchange Funds am Kapitalmarkt und der Vergrößerung der älteren Wealth Funds sowie die Einrichtung mehrerer Stabilisations Funds, sind begründet im Aufschwung der Schwellenländer und dem starken Anstieg der weltweiten Ölpreise begründet, wovon die Ölförderländer profitieren. Diese beiden Umstände führen dazu, dass diese Länder enorme Vermögen akkumulieren konnten und dies auch weiterhin betreiben; dieses Vermögen transferieren sie in ihre Staatsfonds. Dadurch stiegen und steigen die Anlagevolumen der Staatsfonds, wobei das Volumen sowohl aus den Währungsreserven, als auch aus den Petrodollar stammen kann.

Durch die Etablierung der Santiago Principles wurde eine Grundstruktur für Staatsfonds geschaffen. Es bleibt jedoch abzuwarten, inwiefern sich dieses auf alle Staatsfonds übertragen lässt bzw. wie die Staatsfonds dieses annehmen und umsetzen werden. Falls dies nicht gelingen sollte, müsste ggf. eine weitere Institution wie die Weltbank oder die WHO ein Gesamtregelwerk in Absprache mit der USA und der EU erstellen.

¹⁵⁴ Vgl. Rohdes, B. (2008), S. 6 f.

Auch die OECD plant für Mitte 2009 im Rahmen des Freedom of Investment Projekts weitere Richtlinien für Staatsfonds zu veröffentlichen. Diese werden u.a. Investitionsrahmen, nationale Sicherheitsmaßnahmen sowie Marktzugangsregeln beinhalten.¹⁵⁵

Erst kürzlich verkündete der französische Präsident Nicolas Sarkozy, dass Frankreich einen Staatsfonds gründen werde, der die einheimischen Unternehmen vor strategischen Käufen aus dem Ausland schützen solle. Gerade in der angespannten Zeit der Kapitalmarktkrise benötigten französische Unternehmen Kapital und stünden im Risiko übernommen zu werden. Darüber hinaus wird die französische Regierung die Pläne für die Einführung einer Steuer aus Unternehmensinvestitionen bis auf 2010 verschieben, um die Unternehmen in einer möglicherweise bevorstehenden Rezession weiter zu stärken und ausländische Übernahmen zu erschweren. Der Staatsfonds selbst soll von der Caisse des Depots et Consignations operativ geleitet werden. Der Fonds soll durch Investitionen in Unternehmen Rendite erwirtschaften, indem er die Anteile in wirtschaftlich starken Zeiten mit Gewinn verkauft.¹⁵⁶

In Bezug auf das Anlageverhalten der Staatsfonds ist vorerst unsicher ob der Anlagetrend in Finanzinstitutionen anhält oder sich im Zuge der Portfoliodiversifikation der Fonds langsam abflacht und Staatsfonds sich auf andere Sektoren wie etwa Konsumgüter, Energie oder Infrastruktur konzentrieren.¹⁵⁷

¹⁵⁵ Vgl. OECD (Hrsg.) (2008), S. 2 f.

¹⁵⁶ Vgl. Fouquet, H./de Beauvu. F. (2008).

¹⁵⁷ Vgl. Kern, S. (2008), S. 10 f.

5 Ergebnis

In der Arbeit wurde gezeigt, dass die Staatsfondsbranche heterogen ist. Allgemeine Aussagen lassen sich deshalb nur schwer treffen. Bislang war es zudem schwierig, Staatsfonds einer detaillierten Untersuchung zu unterziehen. Dies ist auf deren Intransparenz zurückzuführen. Im Zuge der Arbeiten des IWFS sowie der OECD sollte durch gesteigerte Transparenz die genauere Erforschung erleichtert werden.

Bis dahin bleibt festzuhalten, dass Staatsfonds eine große Bedeutung für ressourcenreiche Staaten haben. Sie helfen Stabilität in diese Länder zu bringen, indem sie Rohstoffpreisschwankungen ausgleichen oder für zukünftige Generationen sparen. Durch das Verlagern von Währungsreserven weg vom Zentralbankportfolio hin zu renditesuchenden Staatsfonds wird es Auswirkungen auf den Kapitalmarkt und Unternehmen geben. Es könnte durch (Ver)käufe der Staatsfonds ein Herdenverhalten auf die verschiedenen Assets ausgelöst werden und so das globale Finanzgleichgewicht gestört werden. Durch Portfolioumschichtungen könnten sogar Auswirkungen auf die Wechselkurse auftreten. Betrachtet man den Einfluss auf die Unternehmensführung, so konnte bei großen institutionellen Investoren ein negativer Effekt auf das Unternehmen festgestellt werden.

Staatsfonds dürften zudem zu den Gewinnern der Finanzmarktkrise zählen. Durch ihre Investitionen in kapitalsuchende Unternehmen konnten sie einige Firmen vor der Insolvenz retten und zudem Vertrauen gewinnen. Unter den angenommenen Wachstumsszenarien wird sich die Anzahl der Deals weiter steigern, wovon vor allem die Private Equity Branche profitieren wird.

Die Anlagestrategien der Staatsfonds hängen stark von den Zielen des Fonds ab und variieren zudem von Region zu Region. Allgemein konnte gezeigt werden, dass Staatsfonds einen klassischen Asset Approach benutzen wie große private Asset Manager. Über strategische Investitionen ist bislang wenig bekannt. Es bleibt vielmehr abzuwarten, wie die neu etablierten Staatsfonds agieren werden und wie sich die Investitionen der Staatsfonds während der Finanzmarktkrise auswirken.

In der empirischen Untersuchung lies sich feststellen, dass deutsche Unternehmen Staatsfonds als willkommene Investoren auffassen auch wenn der Informationsstand bislang begrenzt ist. Staatsfonds helfen den Investorenkreis der Unternehmen zu diversifizieren und stellen so eine alternative Kapitalquelle dar.

Auf Grund der langsam zunehmenden internationale Anerkennung und Akzeptanz in der Wirtschaft wandeln sich Staatsfonds im Zuge der globalen Veränderungen zu normalen Marktteilnehmern.

Anhang 1: Fragebogen Unternehmen

I. Fragen zu Staatsfonds

Haben Sie Staatsfonds als Finanzierungsquelle schon einmal ernsthaft in Betracht gezogen?

- Ja
- Nein

Wie steht Ihr Unternehmen derzeit zu Staatsfonds?

- Beteiligung wäre wünschenswert
- Beteiligung ist grundsätzlich vorstellbar
- Beteiligung ist nicht vorstellbar (weiter mit Seite 6)

Falls Sie einer Beteiligung durch Staatsfonds nicht grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen:

Welches wären für Sie denkbare Motive? (Mehrfachnennung möglich)

- Finanzierung internen Wachstums und Innovationen
 - Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern
 - Image / Bekanntheitsgrad
 - Internationalisierung
 - Sonstiges (bitte nennen)
-

Falls Sie einer Beteiligung durch Staatsfonds nicht grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen:

Welcher der genannten Staatsfonds (Einzelfonds) ist Ihrer Ansicht nach am vertrauenswürdigsten?

- Abu Dhabi Investment Authority, Vereinigte Arabische Emirate: (875 Milliarden Dollar)
- Government Pension Fund Global, Norwegen: (346 Milliarden Dollar)
- Government of Singapore Investment Corporation Dte ltd (GIC), Singapur: (330 Milliarden Dollar)
- State FX Investment Group + Hueijing Co, Volksrepublik China: (300 Milliarden Dollar)
- Kuwait Investment Authority, Kuwait: (213 Milliarden Dollar)
- Stabilisation Fund, Russland: (127,5 Milliarden Dollar)
- Temasek Holdings, Singapur: (108 Milliarden Dollar)
- Alaska Permanent Fund, USA/ Alaska: (40,2 Milliarden Dollar)
- Australian Future Fund, Australien: (40 Milliarden Dollar)
- Brunei Investment Authority, Brunei: (30 Milliarden Dollar)
- Korea Investment Corporation (KiC), Südkorea: (20 Milliarden Dollar)
- Khazamah Nasional BHD, Malaysia: (17,9 Milliarden Dollar)
- National Development Fund, Venezuela: (17,5 Milliarden Dollar)
- Alberta Heritage Savings Trust Fund, Kanada (Alberta): (16,4 Milliarden Dollar)
- National Stabilisation Fund, Taiwan: (15,2 Milliarden Dollar)

- National Fund, Kasachstan: (14,9 Milliarden Dollar)
- Economic and Social Stabilisation Fund, Chile: (9,7 Milliarden Dollar)
- Istihmar, Vereinigte Arabische Emirate (Dubai): (8 Milliarden Dollar)
- DIC, Vereinigte Arabische Emirate (Dubai): (6 Milliarden Dollar)
- State General RF, Oman: (6 Milliarden Dollar)
- Anderer Staatsfond (bitte nennen:)

Welche Informationen besitzen sie über Staatsfonds?

...Im Hinblick auf strategische Ziele?

- Im Detail bekannt
- teilweise bekannt
- unbekannt

...Im Hinblick auf Transparenz?

- Im Detail bekannt
- teilweise bekannt
- unbekannt

... Im Hinblick auf bisheriges Anlageverhalten?

- Im Detail bekannt
- teilweise bekannt
- unbekannt

**Falls Sie einer Beteiligung durch Staatsfonds grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen:
was sind die Gründe? (Mehrfachnennung möglich)**

- Andere Finanzierungsarten reichen aus

- Gesellschaft ist zu klein
 - geringere Autonomie
 - Sonstiges (bitte nennen)
-

Wie schätzen Sie die Staatsfonds für die Privatwirtschaft als Quelle ein, sich mit Kapital zu versorgen?

- Sehr hoch
- hoch
- niedrig
- sehr niedrig

Haben Sie positive Erfahrungen mit Staatsfonds gemacht?

- Ja
- Nein

Falls ja, welche?

(bitte nennen)

.....

Würden Sie sagen, dass Staatsfonds den Ruf langfristiger und zuverlässiger Investoren genießen?

- Ja

Nein

Führt das verstärkte Auftreten von Staatsfonds zu Misstrauen in den Zielländern von Investitionen, insbesondere, wenn Unsicherheit über ihre Investitionsmotive, Anlagestrategie und- Volumina herrscht?

Ja

Nein

Würden Sie als Ursache dieser Unsicherheit vor allem mangelnde Transparenz sehen?

Ja

Nein

Mit Blick auf Staatsfonds besteht weitgehend Unkenntnis über ihre Governance, ihre Managementstrukturen, ihre Finanzierung, ihre Beteiligungshöhe in Unternehmen und ihre Interaktion untereinander. Wie beurteilen Sie diesen Umstand?

Besorgnis erregend neutral nicht Besorgnis erregend

Andere Ansicht

(bitte nennen)

.....

Der Transfer bestimmter sensibler Technologie ins Ausland ist bereits durch Exportkontrollvorschriften geregelt. Halten Sie dies für ausreichend?

- Ja
- Nein

Sehen Sie Probleme in einer Beschränkung ausländischer Investitionen?

- Ja
- Nein

Welches sind die „sensiblen“ Bereiche der Wirtschaft, bei denen ausländische Beteiligungen Ihrer Ansicht nach staatlich kontrolliert werden sollten?

- Rüstungsindustrie
- Medien
- Telekommunikation
- Energieversorgung
- Andere
- Andere Ansicht

Bieten Größenklassendefinitionen hierbei eine Hilfe?

Ja

Nein

Wer ist Ihrer Ansicht nach als Eigentümer dieser Bereiche akzeptabel?

der deutsche Staat

deutsche Staatsbürger

deutsche Unternehmen

Aktionäre oder Beteiligungsfonds

Andere (bitte nennen)

.....

Unabhängig von solchen Abgrenzungsfragen gilt in der Debatte um „unerwünschte“ ausländische Direktinvestitionen, was auch bei anderen internationalen Regulierungsfragen zu beachten ist: Nationale „Lösungen“ können die Attraktivität des Wirtschafts- und Investitionsstandorts Deutschland beeinträchtigen. Wie beurteilen Sie diese Aussage?

trifft vollständig zu

trifft überwiegend zu

trifft teilweise zu

trifft gar nicht zu

Die Bundesregierung plant eine Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG), wonach das Bundeswirtschaftsministerium (BMW) die Befugnis haben soll, den Erwerb einer Beteiligung an Unternehmen mit Sitz in Deutschland ab einer Höhe von 25 % der Stimmrechte durch ausländische Investoren zu untersagen, wenn dies für die Wahrung der Belange der „öffentlichen Sicherheit oder Ordnung“ erforderlich ist. Wie schätzen Sie die Bedeutung eines solchen Vorhabens ein?

sehr hoch

hoch

niedrig

sehr niedrig

Andere Ansicht

(bitte nennen)

.....

Die spezifische Herausforderung von Staatsfonds ist kein rein nationales Problem. Wer ist Ihres Erachtens gefordert sich Problematik anzunehmen? (Mehrfachnennungen möglich)

- G8
- OECD
- IWF
- EU
- USA
- Deutsche Legislative

Sollten Regeln nur insofern geschaffen werden, als die bestehenden Instrumente nicht ausreichen, um begründeten Gefahren zu begegnen?

- Ja
- Nein

Fonds aus China und Russland, die letztlich den Anstoß für die Debatte geliefert haben, sind erst kürzlich auf den Plan getreten. Jedoch verfügen sie bereits derzeit über ein geschätztes Volumen, das fast der Hälfte der Börsenkapitalisierung aller deutschen Aktiengesellschaften entspricht. Beunruhigt Sie diese Tatsache?

- Ja
- Nein

Operativ aktive Gesellschaften, die sich ganz oder überwiegend in der Hand der genannten Staaten befinden entfalten zunehmend Akquisitionsaktivitäten innerhalb der EU. Beunruhigt Sie dieser Umstand?

- Ja
- Nein

II. Fragen zum Unternehmen

Wie hoch ist aktuell die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens?

- Bis 10 Prozent Bis 20 Prozent Bis 30 Prozent
- Bis 40 Prozent Bis 50 Prozent Über 50 Prozent

Wie viele Mitarbeiter hat Ihr Unternehmen derzeit?

- bis 20 20 – 49 50 – 99
- 100 – 249 250 – 499 500 – 999
- 1000 und mehr

Seit wie viel Jahren besteht Ihr Unternehmen?

- bis 2 2 – 5 6 – 10
- 11 – 15 16 – 25 über 25

Welchem Größensegment gehört Ihr Unternehmen an? (Umsatz in Mio. € p.a.)

- bis 25 25 – 49 50 – 99
- 100 – 249 250 – 499 500 und mehr

Welcher Branche gehört Ihr Unternehmen an?

- Automobil / Transport Banken/Finanzdienstleister Chemie / Pharma
- Bau Versicherungen Maschinenbau
- Konsumgüter Informationstechnologie Versorger
- Telekommunikation Handel
- Sonstige:(bitte benennen)

Wir bedanken uns für die Beantwortung des Fragebogens!

Anhang 2: Fragebogen Staatsfonds

Section A

How many investments has your fund made in the past 3 years?

- 1-5
- 6-10
- 11-15
- 16-20
- more than 20

How many investments has your fund made in the past 5 years?

- 1-10
- 10-15
- 16-20
- 21-30
- more than 30

How do you see the development concerning the amount of your fund's investments within the next 3 years?

- Increase
- Decrease
- Remain the same
- Not sure

Do you see a/an ____ amount of investment opportunities due to the sub prime/finance crises?

- Increased
- Decreased
- Same

Section B

In which fields/categories is your fund mainly invested? (Choose as many that apply)

- 1) Agriculture
- 2) Chemicals and materials
- 3) Business and industrial products
- 4) Transportation
- 5) Consumer goods and retail
- 6) Infrastructure
- 7) Finance sector
- 8) Life sciences
- 9) Commodities
- 10) Defense industry

Please specify the chosen categories below: Choose as many that apply

If you have chosen: 1) Agriculture, please specify

- Crop cultivation
- Animal production

Forestry

Mixed Farming

If you have chosen: 2) Chemicals and materials, please specify

Organic chemicals

Specialty chemicals

Materials

Plastic

Chemical Services

If you have chosen: 3) Business and industrial products, please specify

Manufacturing

Tools and hardware

Machinery

Construction

If you have chosen: 4) Transportation, please specify

- Land transport
- Water transport
- Air transport
- General Logistics
- Repair and maintenance

If you have chosen: 5) Consumer goods and retail, please specify

- Consumer product manufacturing
- Consumer products retailing
- Specialty retailers
- Wholesale of food, beverages and tobacco
- Restaurants

If you have chosen: 6) Infrastructure, please specify

- Educational and training products
- Hospitality
- Public services
- Conventional energy
- Renewable energy
- Airports
- Seaports
- Water sector
- Telecom carriers
- Broadcasting and content provider
- Communication equipment
- Internet technologies
- Rail services
- Road services

If you have chosen: 7) Finance sector, please specify

- Real estate
- Financial services
- Banking
- Insurance
- Leasing
- Factoring
- Advisory services

If you have chosen: 8) Life sciences, please specify

- Biotechnology
- Drug development
- Pharmaceutical and drug delivery
- Healthcare institutions
- Medical devices and supplies

If you have chosen: 9) Commodities, please specify

- Oil
- Raw Materials
- Noble metals
- Gas

Section C

In which category is your fund invested? (Choose as many that apply, approximately)

- Emerging markets ___%
- Developed markets ___%

In which region is your fund mainly invested? (Choose as many that apply, approximately)

- North America ___%

- Europe __%
- Mena countries __%
- India __%
- Africa __%
- Asia (excluding India) __%
- Australia __%
- Latin America __%

Maturity of the target market? (Choose as many that apply, approximately)

- Infant __%
- Childhood __%
- Adolescents __%
- Matured __%

Typical placement size of the investments? (In USD, choose as many that apply, approximately)

- 10-100 millions __%

- 101-500 millions __%
- 501-999 millions __%
- 1-3 billion __%
- 3-5 billion __%
- 5-7 billion __%
- more than 7 billion __%

Size of the target companies by turnover in USD? (Choose as many that apply)

- small cap (15 Mil.) __%
- mid cap (50 Mil.) __%
- large cap (> 50 Mil.) __%

Target IRR of Investments?

- < 10%
- 10-12%
- 13-15%

- 16-18%
- 19-22%
- >22%

Relevancy of the leading market position of the investment?

- High
- High to middle
- Middle
- Middle-low
- Low

Acquisition method used for the investments (Dealsourcing)?

- Tender offer
- Open market purchase
- Privately negotiated purchase
- Other

What kind of exit strategies does your fund prefer? (If the company is not listed)

- IPO
- Strategic Sales
- Trade Sales

Section D

Who should be responsible for setting up an investment framework for Sovereign Wealth Funds?

- IMF
- Worldbank
- OECD
- G8
- EU
- USA
- Local Governments

How would you describe the work of IMF, OECD and Worldbank concerning transparency and accountability guidelines, best practice and code of conduct for Sovereign Wealth Funds?

- Effective
- Ineffective
- What can be improved

(please specify)

.....
.....

Do you believe the recent discussion (e.g. intransparency, strong financial power) about the investment activities of Sovereign Wealth Funds is appropriate?

- Yes
- No
- Other opinion

(please specify)

.....

Do you believe investment restrictions for foreign investors are the appropriate instruments to protect domestic economies?

- Yes
- No
- Other opinion

The German government plans to change the law to control foreign direct investments of over 25% shares of a company when national security issues are involved. What is your opinion about this approach?

.....
.....
.....
.....

Does your fund publish reports about recent transactions?

- Yes
- No
- Sporadic

Does your fund publish the portfolio composition?

- Yes
- No
- Sporadic

Does your fund have a published strategy?

- Yes
- No

Do you publish your ethical guidelines?

- Yes
- No

Does your fund have published best practices/ codes of conduct?

- Yes
- No

How much equity is under your funds management? (In billions USD)

- 0-10
- 11-30
- 31-50
- 51-150
- 151-300
- >300

How many employees are working for your fund?

- 1 -50
- 51-150
- 151-400
- 401-600
- >600

Thank you for your participation in this questionnaire!

Anhang 3: Statistische Auswertung

Frage 1

Haben Sie Staatsfonds als Finanzierungsquelle schon einmal ernsthaft in Betracht gezogen?

	Unbeantwortet	Beantwortet	Ja	Nein
1			1	
2				1
3				1
4	1			
5				1
6				1
7			1	
8				1
9			1	
10			1	
11			1	
12			1	
13				1
14			1	
15			1	
16				1
17				1
18				1
19				1
20				1
	1	19	8	11
Prozent	5,00%	95,00%	42,11%	57,89%

Frage 2

Wie steht ihr Unternehmen derzeit zu Staatsfonds?

	Nicht beantwortet	Beantwortet	Beteiligung wäre erwünscht	Beteiligung ist grundsätzlich vorstellbar	Beteiligung ist nicht vorstellbar
1				1	
2					1
3				1	
4	1				
5					
6				1	
7				1	
8				1	
9				1	
10				1	
11				1	
12				1	
13				1	1
14				1	
15				1	
16				1	1
17				1	
18				1	
19				1	
20				1	
	1	19	0	15	4
Prozent	5,00%	95,00%	0,00%	78,95%	21,05%

Frage 3

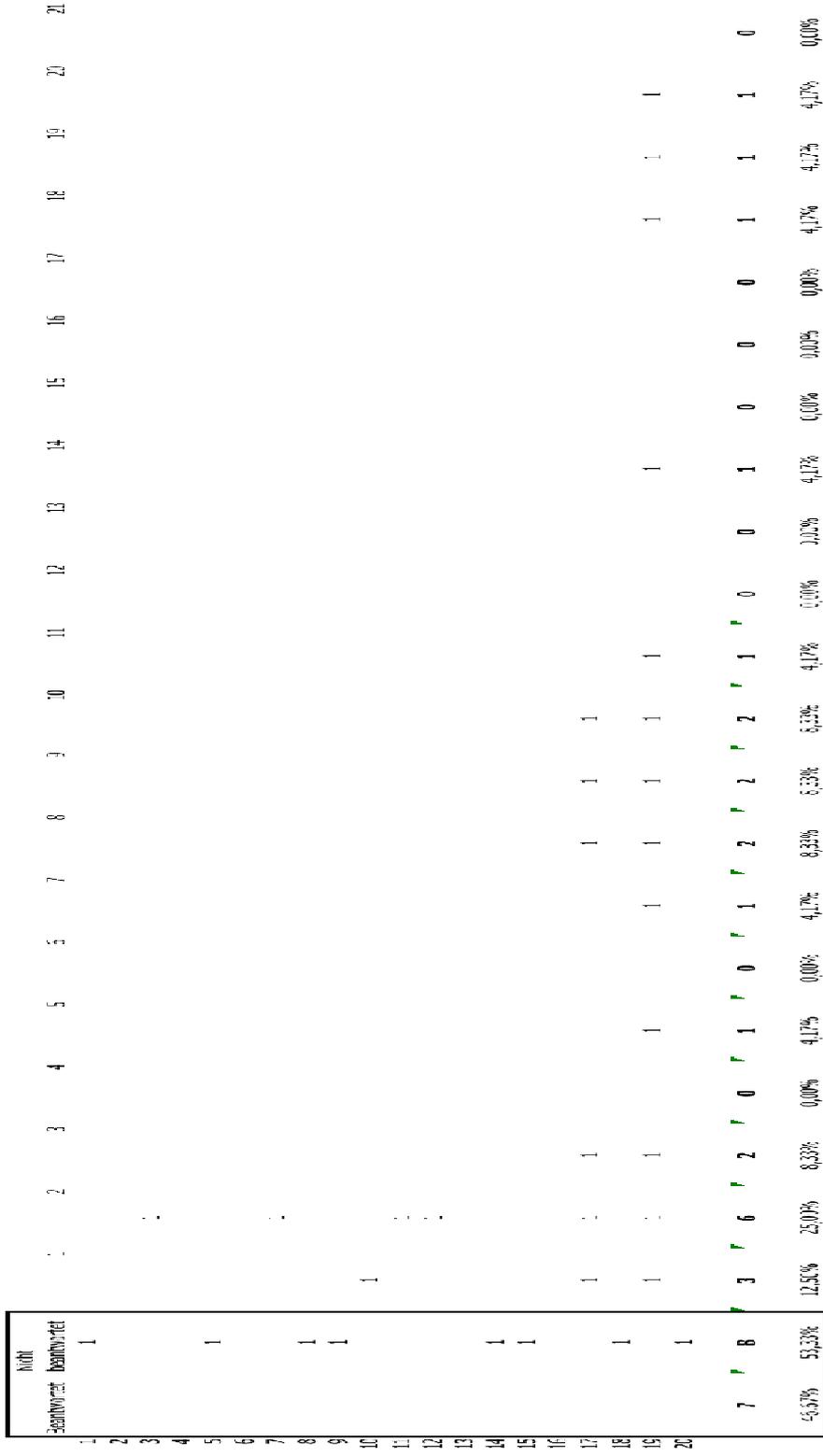
Welches wären für Sie denkbare Motive?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Fiananzierung internen Wachstums und Innovation	Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern	Image/Bekanntheitsgrad	Internationalisierung	Sonstiges	Prozent
1							1	
2		0		1			1	
3		0					1	
4		0					1	
5		0					1	
6		0					1	
7			1					
8			1					
9			1	1				
10								
11			1				1	
12			1					
13		0					1	
14		1						
15		0						
16		0						
17			1				1	
18								
19							1	
20							1	
Prozent	14	1	5	3	0	0	8	57,14%
	93,33%	6,67%	35,71%	21,43%	0,00%	0,00%		

Pool		
Diversifikation	3	37,50%
Schutz vor Übernahmen	2	25,00%
Andere	3	37,50%

Frage 4

Welche der genannten Staatsfonds („sovereign wealth funds“) stellen sich Ihrer Ansicht nach am weitesten vor?



Frage 5

Welche Informationen besitzen Sie über Staatsfonds?

	...Im Hinblick auf strategische Ziele		...Im Hinblick auf Transparenz		...Im Hinblick auf bisheriges Anlageverhalten	
	im Detail bekannt	teilweise bekannt	im Detail bekannt	teilweise bekannt	im Detail bekannt	teilweise bekannt
1		1				1
2						
3		1		1		1
4						
5		1		1		1
6						
7		1		1		1
8		1		1		1
9						1
10		1		1		1
11	1		1		1	
12						
13						
14		1		1		1
15		1		1		1
16						
17						1
18		1		1		1
19						
20		1		1		1
	14	10	1	8	1	11
	93,33%	71,43%	7,14%	57,14%	7,14%	76,57%
	6,67%		6,67%		6,67%	
		21,43%		35,71%		14,29%

Frage 6

Falls Sie einer Beteiligung durch Staatsfonds grundsätzlich ablehnend gegenüberstehen: was sind die Gründe?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Andere Finanzierungsarten	Gesellschaft ist zu klein	geringere Autonomie	Sonstiges
1	1					
2				1		
3						
4		1				
5						
6		1				
7						
8						
9						
10						
11						
12						
13		1				
14						
15						
16		1				
17						
18						
19						
20						
	1	4	0	1		
Prozent	20,00%	80,00%	0,00%	100,00%		

Frage 7

Wie schätzen Sie die Staatsfonds für die Privatwirtschaft als Quelle ein, sich mit Kapital zu versorgen?

	Nicht beantwortet		sehr hoch	hoch	niedrig	sehr niedrig
1	Beantwortet	2			1	
2						
3			1			
4				1		
5			1			
6			1			
7			1			
8			1			
9						1
10			1			
11					1	
12		1				
13						
14			1			
15		1				
16						
17			1			
18					1	
19			1			
20			1			
	13	2	9	0	4	1
	86,67%	13,33%	69,23%	0,00%	30,77%	7,69%

Frage 8

Haben Sie positive Erfahrungen mit Staatsfonds gemacht?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Ja	Nein	Falls ja, welche (sonstige)
1	1	0	0	1	
2	1	0	0	1	
3	0	0	0	0	keine Erfahrung
4	0	0	0	0	keine Erfahrung
5	0	0	0	0	keine Erfahrung
6	0	0	0	0	keine Erfahrung
7	0	0	0	0	keine Erfahrung
8	0	0	0	0	keine Erfahrung
9	0	0	0	0	keine Erfahrung
10	0	0	0	0	keine Erfahrung
11	0	0	0	0	Zuverlässiger Investor
12	1	0	1	0	
13	0	0	0	0	
14	1	0	0	0	
15	1	0	0	0	
16	0	0	0	0	
17	0	0	0	1	
18	0	0	0	1	
19	0	0	1	0	Gute Gespräche, stabile investoren
20	0	0	2	5	
	11	4	13,33%	33,33%	53,33%
	73,33%	26,67%			

Pool	keine Erfahrungen	Zuverlässiger Investor	Gute Gespräche
	6	1	1
	75,00%	12,50%	12,50%

Frage 9

Würden Sie sagen, dass Staatsfonds den Ruf langfristiger und zuverlässiger Investoren genießen?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Ja	Nein
1	1			1
2	1			
3	1			1
4	1			
5	1			1
6				
7		1		
8	1			1
9	1	1		1
10				
11	1	1		1
12				
13				
14	1			1
15		1		
16				
17	1			1
18	1			1
19	1			1
20	1			1
	11	4		11
	73,33%	26,67%		100,00%

Nicht generell beantwortbar

kommt auf den Fond an

Frage 10

Führt das verstärkte Auftreten von Staatsfonds zu Misstrauen in den Zielländern von Investitionen, insbesondere, wenn Unsicherheit über ihre Investitionsmotive, Anlagestrategie und-Volumina herrscht?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
	Beantwortet	beantwortet		
1			1	
2			1	
3			1	
4		1		
5			1	
6			1	
7			1	
8			1	
9		1		
10			1	
11			1	
12			1	
13			1	
14		1		
15		1		
16				1
17			1	
18				1
19			1	
20			1	
	16	4	14	2
	80,00%	20,00%	87,50%	12,50%

Frage 11

Würden Sie als Ursache dieser Unsicherheit vor allem mangelnde Transparenz sehen?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Ja	Nein
1			1	
2			1	
3			1	
4	1			
5				1
6			1	
7			1	
8			1	
9	1			
10			1	
11			1	
12			1	
13			1	
14	1			
15	1			
16				1
17			1	
18		1		
19			1	
20			1	
	15	5	13	2
	75,00%	25,00%	86,67%	13,33%

Frage 12

Mit Blick auf Staatsfonds besteht weitgehend Unkenntnis über ihre Governance, ihre Managementstrukturen, ihre Finanzierung, ihre Beteiligungshöhe in Unternehmen und Ihre Interaktion untereinander. Wie beurteilen Sie diesen Umstand?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Besorgnis erregend	neutral	nicht besorgniserregend	andere Ansicht
1						
2			1			
3						1
4		1				
5				1		
6				1		
7				1		
8				1		
9						1
10			1			
11						1
12			1			
13				1		
14		1				
15		1				
16				1		
17				1		
18		1				
19			1			
20						
	16	4	5	8	0	3
	80,00%	20,00%	31,25%	50,00%	0,00%	18,75%

Frage 13

Der Transfer bestimmter sensibler Technologie ins Ausland ist bereits durch Exportkontrollvorschriften geregelt.
Halten Sie diese dafür ausreichend?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
	Beantwortet	beantwortet		
1			1	
2			1	
3			1	
4			1	
5			1	
6				1
7			1	
8			1	
9				1
10				1
11			1	
12			1	
13			1	
14		1		
15		1		
16				1
17			1	
18			1	
19				1
20			1	
	18	2	13	5
	90,00%	10,00%	72,22%	27,78%

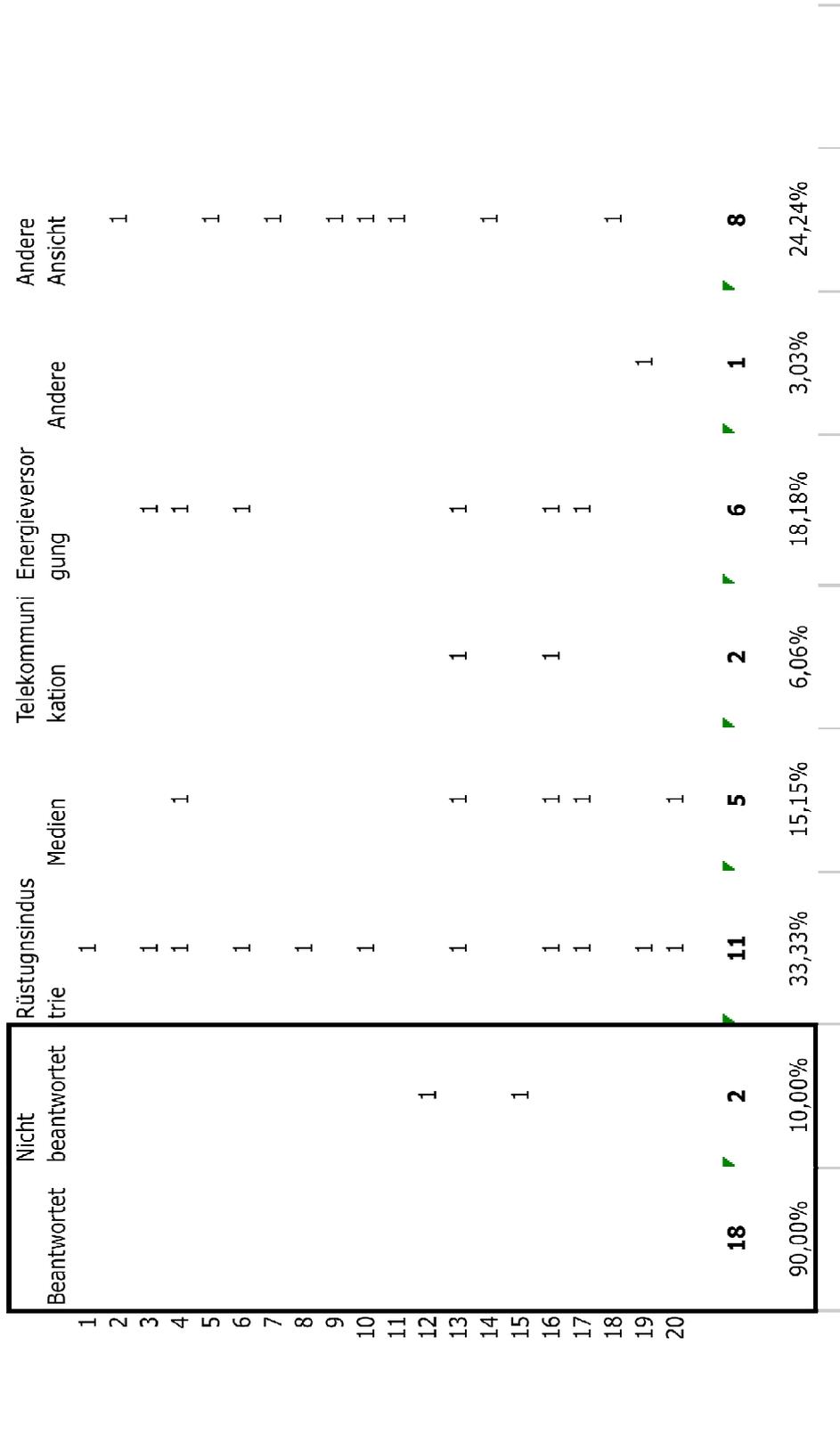
Frage 14

Sehen Sie Probleme in einer Beschränkung ausländischer Investitionen?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	Ja	Nein
1			1	
2			1	
3			1	
4			1	
5			1	
6			1	
7			1	
8			1	
9			1	
10			1	
11			1	
12			1	
13			1	
14			1	
15			1	
16			1	
17			1	
18				1
19				1
20			1	
	20	0	18	2
	100,00%	0,00%	90,00%	10,00%

Frage 15

Welches sind die "sensiblen" Bereiche der Wirtschaft, bei denen ausländische Beteiligungen Ihrer Ansicht nach staatlich kontrolliert werden sollten?



Frage 16

Bieten Größenklassendefinitionen hierbei eine Hilfe?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
1	1			
2			1	
3			1	
4	1			
5				1
6				1
7				1
8			1	
9	1			
10				1
11				1
12	1			
13			1	
14	1			
15	1			
16	1			
17			1	
18				1
19			1	
20				1
	13	7	6	7
	65,00%	35,00%	46,15%	53,85%

Frage 17

Wer ist Ihrer Ansicht nach als Eigentümer dieser Bereiche akzeptabel?

	Beantwortet	Nicht beantwortet	der deutsche Staat	deutsche Staatsbürger	deutsche Unternehmen	Aktionäre oder Beteiligungs fonds	Andere	
1							1	
2		1						
3				1	1	1		
4		1					1	
5		1						
6						1		
7						1		
8			1		1			
9		1						
10			1		1	1		
11						1	1	
12						1		
13			1	1	1	1		
14		1						
15		1						
16			1	1	1			
17			1	1	1	1		
18						1		
19			1	1	1	1	1	
20			1	1	1			
	14	6	7	6	8	10	4	
	70,00%	30,00%	20,00%	17,14%	22,86%	28,57%	11,43%	

Frage 19

Die Bundesregierung plant eine Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG), wonach das Bundeswirtschaftsministerium (BMWi) die Befugnis haben soll, den Erwerb einer Beteiligung an Unternehmen mit Sitz in Deutschland ab einer Höhe von 25% der Stimmrechte durch ausländische Investoren zu untersagen, wenn dies für die Wahrung der Belange der „öffentlichen Sicherheit oder Ordnung“ erforderlich ist. Wie schätzen Sie die Bedeutung eines solchen Vorhabens ein?

	Nicht beantwortet		sehr hoch	hoch	niedrig	sehr niedrig	Andere Ansicht
1	Beantwortet	beantwortet					1
2					1		
3			1				
4			1				
5							1
6					1		
7			1				
8				1			
9						1	
10				1			
11				1			
12					1		
13				1			
14					1		
15		1					
16				1			
17				1			
18						1	
19				1			
20				1			
	19	1	1	10	4	2	2
	95,00%	5,00%	5,26%	52,63%	21,05%	10,53%	10,53%

Frage 18

Unabhängig von solchen Abgrenzungsfragen gilt in der Debatte um "unerwünschte" ausländische Direktinvestitionen, was auch bei anderen internationalen Regulierungsfragen zu beachten ist: Nationale "Lösungen" könnten die Attraktivität des Wirtschafts- und Investitionsstandortes Deutschland beeinträchtigen. Wie beurteilen Sie diese Aussage?

	Beantwortet		Nicht beantwortet		trifft vollständig zu		trifft überwiegend zu		trifft teilweise zu		trifft gar nicht zu	
1					1							
2					1							
3					1							
4										1		
5					1							
6					1			1				
7					1							
8								1				
9					1							
10					1							
11					1							
12					1							
13					1							
14									1			
15									1			
16								1				
17								1				
18									1			
19									1			
20					1							
	20	0			8	6	6	5	1			
	100,00%	0,00%			40,00%	30,00%	25,00%	5,00%				

Frage 20

Die spezifischen Herausforderungen von Staatsfonds sind kein rein nationales Problem. Wer ist Ihres Erachtens gefordert sich der Problematik anzunehmen?

	Nicht beantwortet		G8	OECD	IWF	EU	USA	Deutsche Legislative
	Beantwortet	17						
1					1	1	1	
2					1			
3				1		1		
4	1							
5								
6				1		1		
7			1		1	1		
8					1	1		
9					1	1		
10			1		1		1	1
11	1							
12				1	1	1	1	
13						1	1	
14						1		
15	1							
16						1		
17			1			1		
18				1				
19						1		
20						1		
	17	3	3	4	5	13	3	1
	85,00%	15,00%	10,34%	13,79%	17,24%	44,83%	10,34%	3,45%

Frage 21

Sollten Regeln nur insofern geschaffen werden, als die bestehenden Instrumente nicht ausreichen, um begründeten Gefahren zu begegnen?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
	Beantwortet	beantwortet		
1			1	
2			1	
3			1	
4		1		
5			1	
6			1	
7			1	
8			1	
9			1	
10				1
11			1	
12			1	
13			1	
14			1	
15		1		
16			1	
17			1	
18			1	
19			1	
20			1	
	18	2	17	1
	90,00%	10,00%	94,44%	5,56%

Frage 22

Fonds aus China und Russland, die letztlich den Anstoß für die Debatte geliefert haben, sind erst kürzlich auf den Plan getreten. Jedoch verfügen sie bereits derzeit über ein geschätztes Volumen, dass fast der Hälfte der Börsenkapitalisierung aller deutschen Aktiengesellschaften entspricht. Beunruhigt Sie diese Tatsache?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
1				1
2			1	
3				1
4				1
5				1
6			1	
7				1
8				1
9				1
10				1
11				1
12				1
13				1
14				1
15				1
16			1	
17			1	
18				1
19			1	
20				1
	20	0	5	15
	100,00%	0,00%	25,00%	75,00%

Frage 23

Operativ aktive Gesellschaften, die sich ganz oder überwiegend in der Hand der genannten Staaten befinden entfalten zunehmend Akquisitionsktivities innerhalb der EU. Beunruhigt Sie dieser Umstand?

	Nicht beantwortet		Ja	Nein
	Beantwortet	beantwortet		
1				1
2			1	
3				1
4				1
5				1
6			1	
7				1
8				1
9				1
10				1
11				1
12				1
13				1
14				1
15		1		
16				1
17			1	
18				1
19			1	
20				1
	19	1	4	15
	95,00%	5,00%	21,05%	78,95%

Frage 24

Wie hoch ist aktuell die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens?

	bis 10 %	bis 20%	bis 30%	bis 40%	bis 50%	über 50%
1		1				
2		1				1
3						
4	1					
5		1		1		
6		1				
7			1			
8					1	
9						1
10	1					
11	1				1	
12						
13			1			
14						
15	1					
16				1		
17			1			
18	1					
19						1
20						
18	4	2	3	4	2	3
90,00%	22,22%	11,11%	16,67%	22,22%	11,11%	16,67%
10,00%						

Frage 25

Wie viele Mitarbeiter hat ihr Unternehmen?

	bis 20	20-49	50-99	100-249	250-499	500-999	1000 und meh
1	1						1
2							1
3							1
4	1						
5							1
6							1
7							1
8							1
9							1
10							1
11							1
12							1
13							1
14							1
15							1
16							1
17							1
18							1
19							1
20							1
Beantwortet	19	0	0	0	0	0	19
Nicht beantwortet	1	0	0	0	0	0	0
	95,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

Frage 26

Seit wie viel Jahren besteht Ihr Unternehmen?

	bis2	2-5	6-10	11-15	16-25	über 25
1				1		1
2						1
3						1
4	1					
5						1
6						1
7						1
8						1
9						1
10						1
11						1
12						1
13						1
14						1
15					1	
16						1
17						1
18						1
19						1
20						1
Summe	19	0	0	0	1	18
Prozent	95,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,26%	94,74%

Frage 27

Welchen Größensegment gehört Ihr Unternehmen an? (Umsatz in Mio. EUR)

	bis 25	25-49	50-99	100-249	250-499	500 und mehr
1	1					
2						
3						
4						
5						
6						
7						
8						
9						
10						
11						
12						
13						
14						
15						
16						
17						
18						
19						
20						
Beantwortet	19	0	0	0	0	19
Nicht beantwortet	1	0	0	0	0	0
	95,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
	5,00%					

Frage 28

Welcher Branche gehört Ihr Unternehmen an?

	Automobil/ Transport	Banken/Finanz dienstleister	Chemie/Pharma Bau	Versicherungen	Maschinenbau	Konsumgüter	Informationstechnologie	Versorger	Telekommunikation	Handel	Sonstiges
1								1			
2				1							
3		1									
4								1			1
5										1	
6											
7	1										
8							1				
9					1						
10		1									
11		1									
12		1									
13			1								
14		1		1							
15		1									
16					1						
17		1									
18											
19				1							
20						1					
20	1	5	3	2	2	2	1	2	0	1	1
100,00%	4,76%	23,81%	14,29%	9,52%	9,52%	9,52%	4,76%	9,52%	0,00%	4,76%	4,76%
	0	0,00%									

Anhang 4: Santiago Principles

SWF GAPP – The Santiago Principles

Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) as agreed by the International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) and endorsed by the IMF's International Monetary and Financial Committee on October 11, 2008*

1. Sound **legal framework** for the SWF and its relations with other state bodies
2. Clearly defined **policy purpose**
3. **Coordination** with domestic fiscal and monetary authorities
4. Clear policies, rules, procedures, or arrangements regarding **funding**, withdrawal, spending operations
5. Timely **statistical reporting**
6. Sound **governance** to facilitate accountability and operational independence
7. Setting of **objectives**, appointment of governing bodies, oversight by owner
8. Clear **mandate**, adequate authority and competency for governing bodies
9. **Independent operational management**
10. Clearly defined **accountability** framework
11. **Annual report and financial statements** on operations and performance, in accordance with international or national accounting standards
12. Annual **audit** of operations and financial statements
13. Clearly defined professional and **ethical standards**
14. Dealing with **third parties** based on economic and financial grounds
15. Operations in **host countries** in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements
16. Public disclosure of **governance framework**, and provisions for operational independence
17. **Financial information** to be publicly disclosed
18. Investment policy based on **sound portfolio management principles**
19. Investment decisions to **maximize risk-adjusted financial returns** – or otherwise clear definition and public disclosure of other considerations
20. No seeking or taking advantage of **privileged information** or inappropriate influence by government in competing with private entities
21. Respect to **shareholder ownership** rights
22. Framework for **operational risk management**
23. **Reporting** of assets and investment
24. Regular review of GAPP **implementation**

* International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices*, Washington, October 11, 2008.

Vgl. Kern, S. (2008), S. 18.

REFERENCES

- ADIA (2008): Homepage; History,
http://www.adia.ae/ADIA_AE_history.asp?navLoc=history Allen, M./Caruana J. (2008):
[Zugriff: 22.09.2008].
- Allen, M./Caruana J. (2008): Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda,
www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf [Zugriff: 01.09.2008].
- Australian Government Future Fund (Hrsg.) (2008): Annual Report 2007/2008,
<http://www.futurefund.gov.au/> [Zugriff: 07.11.2008].
- Auswärtiges Amt (2008) Länderinformationen Kiribari <http://www.auswaertiges-amt.de/diplo/de/Laenderinformationen/01-Laender/Kiribati.html> [Zugriff: 29.09.2008].
- Balding, C. (2008): A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds,
www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/news/forums/conferences/wef_workshop/19th_july/balding.pdf [Zugriff: 05.09.2008].
- Bandholz, H./Clostermann, J./Seitz, F. (2007): Explaining the US Bond Yield Conundrum, in:
Munich Personal RePEc Archive, Paper No. 2386, S. 1-3.
- Beck Online (2008): BDI hält geplante Änderungen an Außenwirtschaftsgesetz für rechtswidrig
<http://beck-online.beck.de/default.aspx?vpath=%2fbibdata%2ffreddok%2fHP.10%2f264419.htm>
[Zugriff: 07.10.2008]
- Beck, R./Fidora, M. (2008): The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets, in:
Occasional Paper Series, No. 91, Frankfurt.
- Bernanke, B. (2007): Global Imbalances: Recent Developments and Prospects
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
[Zugriff: 07.11.2008].
- Blundell-Wignall, A./ Hu, Y./Yermo, J. (2008): Sovereign Wealth and Pension Funds Issues,
www.oecd.org/dataoecd/27/49/40196131.pdf [Zugriff: 08.09.2008].
- Bundesgesetzblatt (2008): Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)
<http://www.bgblportal.de/BGBL/bgbl1f/bgbl108s1666.pdf> [Zugriff: 04.10.2008]
- Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.) (2007) Gemeinsame Erklärung: Investitionsfreiheit und ausländische Staatsfonds
<http://www.bankenverband.de/print.asp?artid=2215&channel=133810>
[Zugriff: 03.10.2008].
- Busch, U. (2008): Finanzmarktkrise und Finanzmarktkapitalismus, in: *UTOPIE kreativ*, Heft 215, S. 804-817.
- Butt, S./Shivdasani, A./ Stendevad, C./Wyman, A. (2008): Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 20, Number 1, S.79.

- Compliance Magazine (Hrsg.) (2008): BDI wettet gegen neues Außenwirtschaftsgesetz
<http://www.compliancemagazin.de/markt/kommentare/bdi220808.html>
[Zugriff: 07.10.2008]
- Davies, M. (2008): Blackstone posts loss, share slide,
<http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSTRE4A55C720081106?feedType=RSS&feedName=businessNews&sp=true> [Zugriff: 10.11.2008].
- Davies, S. (2007): Sovereign Wealth Funds: Kernfragen für Gewerkschafter ein Bericht für die 10. UNI-Welt-Vorstandstagung in Neu-Delhi, Indien
[http://www.union-network.org/UNICommerce.nsf/c71dd6c2d49e3078c1257102004cf762/82a0005e06e8a0eac125738a003d39e1/\\$FILE/So v-Wealth%20funds-DE.pdf](http://www.union-network.org/UNICommerce.nsf/c71dd6c2d49e3078c1257102004cf762/82a0005e06e8a0eac125738a003d39e1/$FILE/So v-Wealth%20funds-DE.pdf) [Zugriff: 28.09.2008].
- Demsetz, H./Lehn, K. (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in: *The Journal of Political Economy*, Volume 93, Issue 6, S. 1155-1177.
- Deutsche Steuerrecht (2008): Gesetzgebung: Änderung des AWG und der Außenwirtschaftsverordnung beschlossen
<http://rsw.beck.de/rsw/shop/default.asp?sessionid=EF0DE48C674541D6B9B97E9818466941&docid=265580&docClass=TAXNEWS&site=DStR&from=DStR.110> [Zugriff: 05.10.2008].
- Donges, J./Eekhoff, J./Franz, W./Fuest, C./Möschel, W./Neumann, M. (2008): Staatsfonds: Muss Deutschland sich schützen?, in: *Stiftung Marktwirtschaft*, Band 48, S. 5-37.
- Economiesuisse (Hrsg.) (2008): Staatliche Investitionsfonds / Sovereign Wealth Funds (SWF), in *Dossierpolitik*, Nr. 8
- Ehrlich, Peter (2008): Regierung stellt Staatsfonds-Prüfer ein – Angst vor Einflussnahme
http://www.ftd.de/politik/deutschland/:Angst_vor_Einflussnahme_Regierung_stellt_Staatsfonds_Pruefer_ein/402334.html [Zugriff: 06.10.2008]
- Europäische Kommission (Hrsg.) (2008): A common European approach to Sovereign Wealth Funds, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf
[Zugriff: 07.11.2008].
- Ernst and Young (Hrsg.) (2008): A Class of its own?, *Sovereign Wealth Funds (SWF): eine Analyse*,
[http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Studie_Staatsfonds_2008/\\$file/Studie_Staatsfonds_2008.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Studie_Staatsfonds_2008/$file/Studie_Staatsfonds_2008.pdf) [Zugriff: 07.11.2008].
- European Private Equity and Venture Capital Association (Hrsg.) (2007): Sectorclassification EVCA (2007) in: *EVCA Yearbook 2007*, S. 102.
- Farell, D./Lund, S. (2008): The new role of oil wealth in the world economy, in: *McKinsey Global Institute*, No. 26.
- Farell, D./Lund, S./Gerlemann, E./ Seeburger, P. (2007): *The New Power Brokers: How Oil, Asia, hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets*,
http://www.mckinsey.com/mgi/publications/The_New_Power_Brokers/
[Zugriff: 27.10.2008].

- Fernandez, D./Eschweiler, B. (2008): Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer, www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf - [Zugriff: 27.10.2008].
- Fotak, V./Bortolotti, B./Megginson, W. (2008): The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies, <http://www.privatizationbarometer.net/rullo/SWF.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Fouquet, H./de Beupuy, F. (2008): Sarkozy to create Fund to Defend French Companies, http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a0pg0eH_T.xM [Zugriff: 07.11.2008].
- Gieve, J. (2008): Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb080207.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Griffith-Jones, S./Ocampo, J. (2008): Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective <http://www.g24.org/sowf0308.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Goldman Sachs (2008): Video: Interview with Jim O’Neill, <http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/index.html> [Zugriff: 06.10.2008]
- Handelsblatt (Hrsg.) (2008): Übernahmepoker -Eckdaten von Coca, Dresdner und CDB, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/eckdaten-von-coca-dresdner-und-cdb;2029099> [Zugriff: 07.10.2008].
- IFSL Research (Hrsg.) (2008): Sovereign Wealth Funds 2008, www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Sovereign_Wealth_Funds_2008.pdf [Zugriff: 07.11.2008].
- Ifo Schnelldienst (Hrsg.) (2007): Abwehr ausländischer Staatsfonds: Aktive Industriepolitik oder neue Schutzräume?, in: ifo Schnelldienst, 60. Jahrgang, Heft 17, S. 3-18.
- IMF (Hrsg.) (2008): Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf> [Zugriff: 01.10.2008].
- IWG (Hrsg.) (2008a): Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”, <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- IWG (Hrsg.) (2008b): Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practices, <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/swfsurvey.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Jackson, J. (2008): The Committee on Foreign Investments in the United States (CIFUS), <http://www.fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Jahresgutachten des Sachverständigenrats (2007): Das Erreichte nicht verspielen, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=52> [Zugriff: 08.11.2008].
- Jen, S. (2007a): The Definition of a Sovereign Wealth Fund, <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20071026-Fri.html> [Zugriff: 31.08.2008].
- Jen, S. (2007b): How big could Sovereign Wealth Funds be by 2015?, <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504-Fri.html> [Zugriff: 31.08.2008].

- Jen, S. (2007c): Sovereign Wealth Funds: What they are and what's happening, in: World Economics, Vol. 8, No. 4. S. 1 ff.
- Jen, S. /Bindelli, L. (2008): SWF's Impact on Financial Assets, <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080512-Mon.html> [Zugriff: 31.08.2008].
- Jensen, M./Meckling, W. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Volume 3, S. 303-360.
- Kaufmann, S. (2008): Investoren als Invasoren, Staatsfonds und die neue Konkurrenz um die Macht auf dem Weltmarkt, in: Dietz Berlin, Band 51, S. 27-35.
- Kern, S. (2007): Staatsfonds- Staatliche Auslandsinvestitionen im Aufwind, http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000219224.pdf [Zugriff: 27.10.2008].
- Kern, S. (2008): SWFs and foreign investment policies- an update, www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000232851.pdf [Zugriff: 09.11.2008].
- Kjaer, K. (2007): The Norwegian Government Pension Fund & NBIM, <http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/otros/knk03102007.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Kikuchi, M./ Nagayoshi, H. (2008) K. (2007): LDP's SWFconcept, in: Merrill Lynch's Japan Strategy Memo
- Klodt, H. (2008): Ausländische Staatsfonds - Müssen wir uns vor Staatsfonds schützen, in: Wirtschaftsdienst, No. 3
- Krolop, K. (2008): Staatliche Einlasskontrollen bei Staatsfonds und anderen ausländischen Investoren im Gefüge von Kapitalmarktregulierung, nationalem und internationalem Wirtschaftsrecht <http://www.humboldt-forum-recht.de/english/1-2008/index.html> [Zugriff: 24.09.2008].
- Kotter, J./ Lel, U. (2008): Friends or Foes? The Stock Impact of Sovereign Wealth Funds Investments and the Price Keeping Secrets, www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/940/ifdp940.pdf [Zugriff: 10.11.2008].
- Kur, A. (2008): Europäisches und Internationales Immaterialgüterrecht: WTO/TRIPS, http://www.ip.mpg.de/shared/data/pdf/ss_2008_wto_trips.pdf [Zugriff: 07.11.2008].
- Le Borgne, E./Medas, P. (2007): Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1087176# [Zugriff: 07.11.2008].
- Lyons, G. (2007): State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds, http://banking.senate.gov/public/_files/111407_Lyons.pdf [Zugriff: 07.11.2008].
- Mattoo, A./Subramanian, A. (2008): Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization, <http://www.petersoninstitute.org/publications/wp/wp08-2.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].
- Miracky, W./Deyer, D./Fisher, D./Goldner, T./Lagarde, L./Piedrahita, V. (2008): The Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy,

<http://www.monitor.com/Expertise/BusinessIssues/EconomicDevelopmentandSecurity/tabid/69/ctl/ArticleDetail/mid/705/CID/20080406103818819/CTID/1/Default.aspx>
[Zugriff: 10.11.2008].

Monk, A. (2008): Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Organizational Legitimacy, Institutional Governance and Geopolitics,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134862 [Zugriff: 26.10.2008].

New Zealand Superannuation Fund (Hrsg.) (2008): Annual Report 2007/08,
<http://www.nzsuperfund.co.nz/> [Zugriff: 07.11.2008].

Nugeé, J. (2008): The Growing Role of Sovereign Wealth Funds, in: State Street's Vision Report Vol. III

OECD (Hrsg.) (2008): Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies,
www.oecd.org/dataoecd/34/9/40408735.pdf Zugriff: [09.11.2008].

O'Neill, J./ Wilson, D./ Purushothaman, R./ Stupnytska (2005): A. How Solid are the BRICs?, in Goldman Sachs Global Economics Paper No. 134

o.V. (2008): BDI gegen Staatsfondsgesetz, in: Börsen-Zeitung, 05.08.2008, S. 7.

Partnership for New York City (Hrsg.) (2008): Foreign Direct Investment, Bringing Benefits of Globalization Back Home, http://www.pfnyc.org/publications/2008_0627_FDI.pdf
[Zugriff: 07.11.2008].

Prasad, E./ Rajan, R./ Subramanian, S. (2007): The Paradox of Capital,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/prasad.htm> [Zugriff: 07.11.2008].

Rajagopalan, P./ Rongala, S. (2008): Insurance Firms: The Missing Link in the Sovereign Wealth Fund Acquisition Spree,
<http://www.deloitte.com/dtt/research/0,1015,cid%253D216801,00.html>
[Zugriff: 07.11.2008].

Reisen, H. (2008): How to spend it: Commodity and non-commodity sovereign wealth funds,
http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000227899.pdf;jsessionid=0F558E45FFCE05CFCEB22BF77F6080DA7.srv22-dbr-com [Zugriff: 27.10.2008].

Rohdes, B. (2008): Government-owned Investment Vehicles and Capital Flows: Indian Perspective, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/84031.pdf> [Zugriff: 07.11.2008].

Rosener, J. (2008): Staatsfonds und ihre steigende Bedeutung auf den internationalen Finanzmärkten, <http://www.fh-vie.ac.at/files/workingpapers/WP45%20Rosner.pdf> [Zugriff: 07.11.2007].

Rozañov, A. (2005): Who holds the wealth of nations?,
www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf [Zugriff: 01.09.2008].

Rozañov, A. (2007): Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities,
www.ssga.com/library/esps/Soverign_Wealth_Funds_Andre_Rozanov_4.27.07rev2CCRI1182371372.pdf [Zugriff: 26.10.2008].

Sah, A. (2008): The global financial crisis of 2007-08, <http://www.mayin.org/ajayshah>
[Zugriff: 07.11.2008].

- Schalast, C. (2008): Ausländische Staatsfonds : Ein altes Phänomen in einer neuen Dimension, www.frankfurt-school.de/dms/Veranstaltungen/Reden/Einfuehrung_TaxLawTalk_31012008.pdf [Zugriff: 07.11.2008].
- Schalast, C. (2009): Staatsfonds: Debatte und Regulierung, *M&A Review* 2009/6, S. 107-113.
- Schulz, B. (2007): Die ungeheure Macht der Staatsfonds, 2008 , in: F.A.Z., Nr. 177. <http://www.faz.net/s/RubD16E1F55D21144C4AE3F9DDF52B6E1D9/Doc~E52CEF9A5545C4F6B9FFE94736289610B~ATpl~Ecommon~Scontent.html> [Zugriff: 07.10.2008].
- Schweizerische Bankenvereinigung (Hrsg.) (2008): Staatsfonds- ein Positionspapier der Schweizerischen Bankenvereinigung, www.swissbanking.org/999978_d.pdf [Zugriff: 07.11.2008].
- Shleifer, A. /Vishny, R. (1997): A Survey on Corporate Governance, in: *The Journal of Finance*, Volume 52, Number 2, S. 737-783.
- Siply, H. (2007): Länderanalyse Kuwait von der Bayern LB Research http://www.bayernlb.de/ar/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCenter/5700Laender/LaenderanalysenA-K/Kuwait/Kuwait.pdf [Zugriff: 23.09.2008].
- Skancke, M. (2008): Statement made by Director General Martin Skancke, Asset Management Department, Royal Norwegian Ministry of Finance, at Roundtable on the Santiago principles for Sovereign Wealth Funds, <http://www.iwg-swf.org/pr/swfpr0812.htm> [Zugriff: 07.11.2008].
- Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors (2007): G7 Finance Minister Meeting October 2007, http://www.mof.go.jp/english/if/g7_071019.htm [Zugriff: 07.11.2008].
- Steinbrück, P. (2008): Schlüsselindustrie und ausländische Staatsfonds – die Sicht der Bundesregierung, in; Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 01
- Shleifer, A. /Vishny, R. (1997): A Survey on Corporate Governance, in: *The Journal of Finance*, Volume 52, Number 2, S. 737-783.
- SWF Institute (2008a): Linaburg-Maduell Transparency Index, <http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php> [Zugriff: 07.11.2008].
- SWF Institute (2008b): Subprime Report, <http://www.swfinstitute.org/research/subprimereport.php> [Zugriff: 07.11.2008].
- SWF Institute (2008c): NBIM, <http://www.swfinstitute.org/fund/norway.php> [Zugriff: 07.11.2008].
- SWF Institute (2008d): China, <http://swfinstitute.org/fund/cic.php> [Zugriff: 28.10.2008].
- SWF Institute (2008e): India, <http://www.swfinstitute.org/fund/india.php> [Zugriff: 30.09.2008].
- SWF Institute (2008f): Brasilien <http://www.swfinstitute.org/fund/brazil.php> [Zugriff: 30.09.2008].
- SWF Institute (2008f): Anlagestrategie und Transparenz Brasilien <http://www.swfinstitute.org/research/strategytransparency.php> [Zugriff: 23.09.2008].

- Temasek Holdings Homepage: Our Portfolio,
http://www.temasekholdings.com.sg/our_portfolio.htm [Zugriff: 07.11.2008].
- The Norwegian Government Pension Fund & NBIM,
<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/otros/knk03102007.pdf>
[Zugriff: 07.11.2008].
- Traugott, R. (2008): Novelle des Außenwirtschaftsgesetzes muss praxistauglicher werden, in:
Börsen-Zeitung, 27.08.2007, S. 2.
- Truman, E. M. (2007): Sovereign Wealth Funds: Greater Need for Transparency and
Accountability, in: Policy Brief Peterson Institute for international Economics, PB07-6.
- Truman, E. M. (2008a): A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices , in: Policy
Brief Peterson Institute for international Economics, PB08-3.
- Truman, E. M. (2008b): The Rise Of Sovereign Wealth Funds: Impact on US Foreign Policy
and Economic Interests, Testimony before the Committee on foreign Affairs, US House
of Representatives, Washington, May 21, 2008, Peterson Institute for international Eco-
nomics
- Weiss, M. A. (2008): Sovereign Wealth Funds, Background and Policy Issues for Congress,
fpc.state.gov/documents/organization/110750.pdf [Zugriff: 08.11.2008].
- Wilson, D./ Purushothaman, R. (2003). Dreaming with BRICs: The path to 2050, in Goldman
Sachs Global Economics Paper No. 99

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
113.	Schalast, Christoph / Alram, Johannes Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung	2009
112.	Schalast, Christoph / Bolder, Markus / Radünz, Claus / Siepmann, Stephanie / Weber, Thorsten Transaktionen und Servicing in der Finanzkrise: Berichte und Referate des Frankfurt School NPL Forums 2008	2009
111.	Werner, Karl / Moormann, Jürgen Efficiency and Profitability of European Banks – How Important Is Operational Efficiency?	2009
110.	Herrmann-Pillath, Carsten Moralische Gefühle als Grundlage einer wohlstandschaffenden Wettbewerbsordnung: Ein neuer Ansatz zur erforschung von Sozialkapital und seine Anwendung auf China	2009
109.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Roder, Christoph Empirische Analyse der Drawdowns von Dach-Hedgefonds	2009
108.	Herrmann-Pillath, Carsten Neuroeconomics, Naturalism and Language	2008
107.	Schalast, Christoph / Benita, Barten Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen	2008
106.	Bannier, Christina E. / Grote, Michael H. Equity Gap? – Which Equity Gap? On the Financing Structure of Germany’s Mittelstand	2008
105.	Herrmann-Pillath, Carsten The Naturalistic Turn in Economics: Implications for the Theory of Finance	2008
104.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael / Scholl, Wolfgang Aktionärsschutz in der AG falsch verstanden? Die Leica-Entscheidung des LG Frankfurt am Main	2008
103.	Bannier, Christina / Müsch, Stefan Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps	2008
102.	Cremers, Heinz / Vetter, Michael Das IRB-Modell des Kreditrisikos im Vergleich zum Modell einer logarithmisch normalverteilten Verlustfunktion	2008
101.	Heidorn, Thomas / Pleißner, Mathias Determinanten Europäischer CMBS Spreads. Ein empirisches Modell zur Bestimmung der Risikoaufschläge von Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	2008
100.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York	2008
99.	Hölscher, Luise / Haug, Michael / Schweinberger, Andreas Analyse von Steueramnestiedaten	2008
98.	Heimer, Thomas / Arend, Sebastian The Genesis of the Black-Scholes Option Pricing Formula	2008
97.	Heimer, Thomas / Hölscher, Luise / Werner, Matthias Ralf Access to Finance and Venture Capital for Industrial SMEs	2008
96.	Böttger, Marc / Guthoff, Anja / Heidorn, Thomas Loss Given Default Modelle zur Schätzung von Recovery Rates	2008
95.	Almer, Thomas / Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian The Dynamics of Short- and Long-Term CDS-spreads of Banks	2008
94.	Barthel, Erich / Wollersheim, Jutta Kulturunterschiede bei Mergers & Acquisitions: Entwicklung eines Konzeptes zur Durchführung einer Cultural Due Diligence	2008
93.	Heidorn, Thomas / Kunze, Wolfgang / Schmaltz, Christian Liquiditätsmodellierung von Kreditzusagen (Term Facilities and Revolver)	2008
92.	Burger, Andreas Produktivität und Effizienz in Banken – Terminologie, Methoden und Status quo	2008
91.	Löchel, Horst / Pecher, Florian The Strategic Value of Investments in Chinese Banks by Foreign Financial Insitutions	2008
90.	Schalast, Christoph / Morgenschweis, Bernd / Sprengel, Hans Otto / Ockens, Klaas / Stachuletz, Rainer / Safran, Robert Der deutsche NPL Markt 2007: Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung – Berichte und Referate des NPL Forums 2007	2008

89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008
88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Inefficient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traugber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdemeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76.	Jobe, Clemens J. / Ockens, Klaas / Safran, Robert / Schalast, Christoph Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75.	Abrar, Kamyar / Schalast, Christoph Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Wertpapierprospekte: Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. / Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What's Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Baumann, Stefan / Löchel, Horst The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten (How) Do Stock Market Returns React to Monetary Policy ? An ARDL Cointegration Analysis for Germany	2005
66.	Daynes, Christian / Schalast, Christoph Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktsrechts II: Distressed Debt - Investing in Deutschland	2005
65.	Gerdemeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Becker, Gernot M. / Harding, Perham / Hölscher, Luise Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63.	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005

61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Richard, Jörg / Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001

34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Moormann, Jürgen / Stehling, Frank Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Sokolovsky, Zbynek / Strohhecker, Jürgen Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Eberle, Günter Georg / Löchel, Horst Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
24.	Frank, Axel / Moormann, Jürgen Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Cremers, Heinz / Robé, Sophie / Thiele, Dirk Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998

05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

**FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE**

No.	Author/Title	Year
18.	Keller-Ressel, Martin / Kilin, Fiodar Forward-Start Options in the Barndorff-Nielsen-Shephard Model	2008
17.	Gribsch, Susanne / Wystup, Uwe On the Valuation of Fader and Discrete Barrier Options in Heston's Stochastic Volatility Model	2008
16.	Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Closed Formula for Options with Discrete Dividends and its Derivatives	2008
15.	Packham, Natalie / Schmidt, Wolfgang Latin hypercube sampling with dependence and applications in finance	2008
14.	Hakala, Jürgen / Wystup, Uwe FX Basket Options	2008
13.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Vergleich von Anlagestrategien bei Riesterrenten ohne Berücksichtigung von Gebühren. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
12.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Riesterrente im Vergleich. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
11.	Wystup, Uwe Vanna-Volga Pricing	2008
10.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Quanto Options	2008
09.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Symmetries	2008
08.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe Was kostet eine Garantie? Ein statistischer Vergleich der Rendite von langfristigen Anlagen	2008
07.	Schmidt, Wolfgang Default Swaps and Hedging Credit Baskets	2007
06.	Kilin, Fiodor Accelerating the Calibration of Stochastic Volatility Models	2007
05.	Gribsch, Susanne/ Kühn, Christoph / Wystup, Uwe Instalment Options: A Closed-Form Solution and the Limiting Case	2007
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,--)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download:

Working Paper: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication0.html

CPQF: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/quantitative_Finance/research_publications.html

Order address / contact

Frankfurt School of Finance & Management

Sonnemannstr. 9–11 ■ D–60314 Frankfurt/M. ■ Germany

Phone: +49 (0) 69 154 008–734 ■ Fax: +49 (0) 69 154 008–728

eMail: m.biemer@frankfurt-school.de

Further information about Frankfurt School of Finance & Management

may be obtained at: <http://www.frankfurt-school.de>

at: <http://www.frankfurt-school.de>