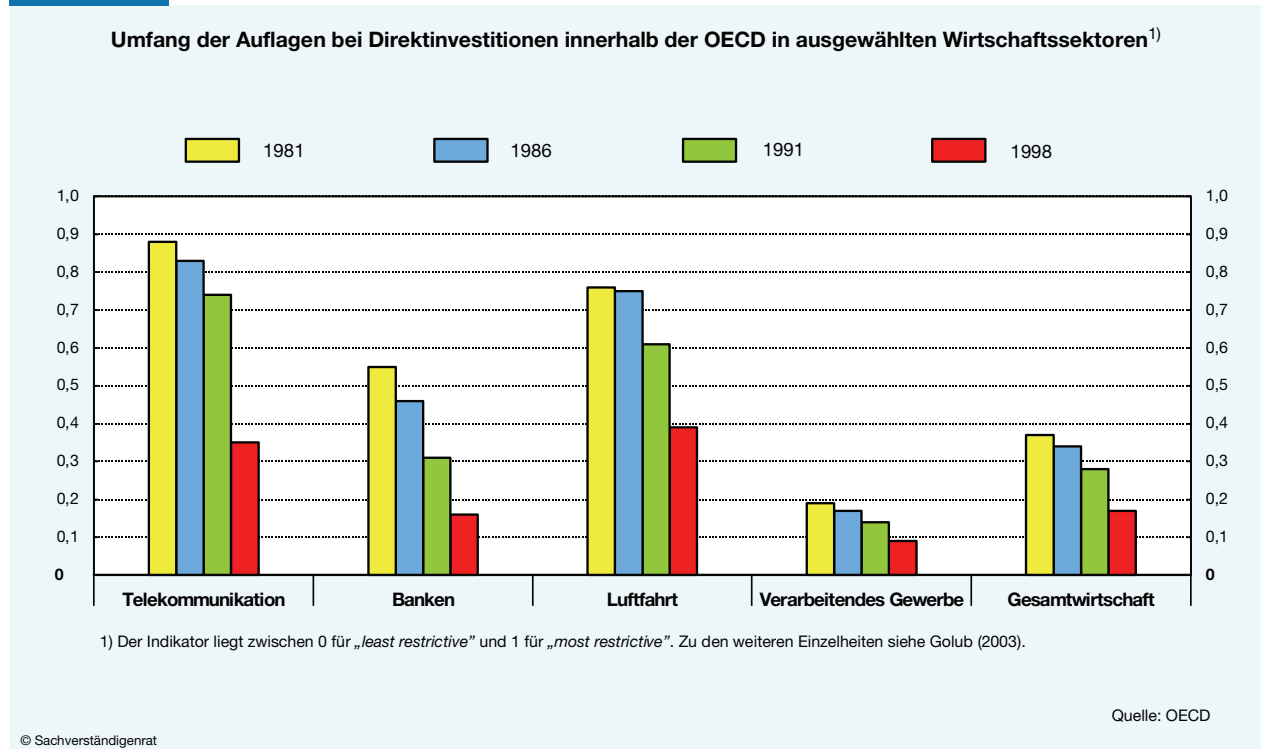


Auszug aus dem Jahresgutachten 2007/08

Staatsfonds: Neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten
(Ziffern 600 bis 607)

Schaubild 86



599. Der Befund einer allgemeinen Liberalisierung des Kapitalverkehrs gilt für alle OECD-Länder (Schaubild 87). Innerhalb der EU ist der Abbau von Hemmnissen für Direktinvestitionen auf die Verankerung der Kapitalverkehrsfreiheit als eine der Grundfreiheiten zurückzuführen. Sogar in Deutschland, das im internationalen Vergleich ohnehin bereits ein offenes Kapitalverkehrsregime pflegt, wurden zwischen den Jahren 1980 und 2000 die Regulierungen in etwa halbiert. Im Jahr 2000 gehörte Deutschland mit dem Vereinigten Königreich, Irland und den Niederlanden zu der Spitzengruppe der offenen Länder.

Wie oben gezeigt, ist die Position Deutschlands nicht etwa mit Naivität, sondern mit Eigeninteresse erklärbar. Als exportorientiertes Land wusste man schon früh, die internationale Verflechtung der Wirtschaft zu nutzen und erkannte, dass eine verstärkte internationale Arbeitsteilung und eine intensivere Kapitalverflechtung zwei Kehrseiten ein und derselben Medaille sind. Deutsche Unternehmen waren und sind immer noch darauf angewiesen, weltweit offene Türen vorzufinden.

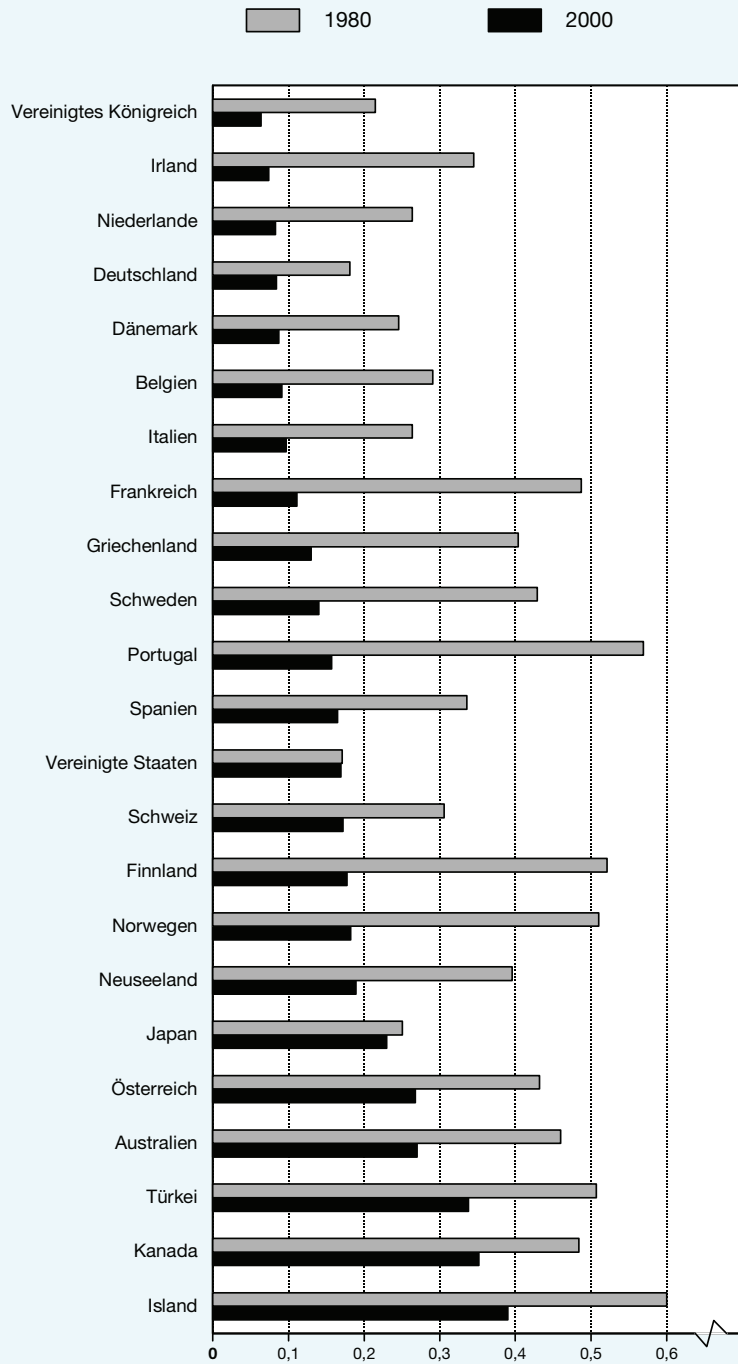
Ein möglicher Einwand könnte sein, dass sich das deutsche Interesse insofern gewandelt hat, als dass nun neue Akteure auf den internationalen Kapitalmärkten, insbesondere ausländische Staatsfonds, aufgetreten sind.

III. Staatsfonds: Neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten?

600. Mit der Ankündigung Chinas, einen Fonds mit einem Anlagevolumen in Höhe von 200 Mrd US-Dollar aufzulegen, gerieten Staatsfonds als scheinbar neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten in jüngster Zeit in den Blick einer breiteren Öffentlichkeit. Tatsächlich war die Gründung eines Staatfonds keinesfalls ein Novum, und China folgte vielmehr dem Beispiel anderer

Schaubild 87

Umfang der Auflagen bei Direktinvestitionen in Ländern der OECD ¹⁾



1) Der Indikator liegt zwischen 0 für „least restrictive“ und 1 für „most restrictive“. Zu den weiteren Einzelheiten siehe Golub (2003).

Quelle: OECD

Länder, die solche Fonds seit mehreren Jahrzehnten betreiben. Singapur gründete schon im Jahr 1981 die Government of Singapore Investment Corporation, und die Kuwait Investment

Authority (KIA) besteht bereits seit dem Jahr 1953. In Norwegen werden seit langem die Überschüsse aus der Förderung und dem Verkauf von Erdöl und Erdgas dem Government Pension Fund – Global (GPF) zugewiesen, der diese Mittel international anlegt. Weltweit gibt es über 40 Staatsfonds (Tabelle 55).

Tabelle 55

Staatsfonds im Jahr 2007¹⁾

Fondsname	Land	Vermögen Stand 2007 in Mrd US- Dollar	Grün- dungs- jahr	Finanzierungsquelle Commodities
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Vereinigte Arabische Emirate	875,0	1976	Ja (Öl)
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Singapur	330,0	1981	Nein
Government Pension Fund - Global (GPF)	Norwegen	322,0	1990	Ja (Öl)
Verschiedene Fonds	Saudi-Arabien	300,0	-	Ja (Öl)
Kuwait Investment Authority (KIA)	Kuwait	250,0	1953	Ja (Öl)
China Investment Company Ltd.	China	200,0	2007	Nein
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hong Kong (China)	140,0	1998	Nein
Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	Russland	127,0	2003	Ja (Öl)
Central Huijin Investment Corp.	China	100,0	2003	Nein
Temasek Holdings	Singapur	108,0	1974	Nein
Australian Government Future Fund (AGFF)	Australien	50,0	2004	Nein
Reserve Fund	Libyen	50,0	-	Ja (Öl)
Qatar Investment Authority (QIA)	Katar	40,0	2000	Ja (Öl)
Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	Vereinigte Staaten	40,0	1976	Ja (Öl)
Brunei Investment Agency (BIA)	Brunei	35,0	1983	Ja (Öl)
National Pensions Reserve Fund (NPRF)	Irland	29,0	2001	Nein
Reserve Fund	Algerien	25,0	-	Ja (Öl)
Korea Investment Corporation (KIC)	Südkorea	20,0	2006	Nein
Khazanah Nasional BHD (KNB)	Malaysia	18,0	1993	Nein
Kazakhstan National Fund (KNF)	Kasachstan	18,0	2000	Ja (Öl, Gas, Metalle)
Alberta Heritage Fund (AHF)	Kanada	17,0	1976	Ja (Öl)
Taiwan National Stabilization Fund (TNSF)	Taiwan	15,0	2000	Nein
New Mexico State Investment Office Trust Funds	Vereinigte Staaten	15,0	1958	Nein
Foreign Exchange Reserve Fund	Iran	15,0	1999	Ja (Öl)
Excess Crude Account	Nigeria	11,0	2004	Ja (Öl)
New Zealand Superannuation Fund	Neuseeland	10,0	2003	Nein
State General Stabilization Fund (SGSF)	Oman	8,2	1980	Ja (Öl, Gas)
Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	Chile	6,0	2007	Ja (Kupfer)
Pula Fund	Botsuana	4,7	1993	Ja (Diamanten u. a.)
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	Vereinigte Staaten	3,2	1974	Ja (Mineralien)
Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	Norwegen	2,6	1986	Ja (Öl)
State Oil Fund	Aserbaidschan	1,5	1999	Ja (Öl)
Zusammen		3 186,2		

1) Staatsfonds mit mindestens 1 Mrd US-Dollar Vermögen.

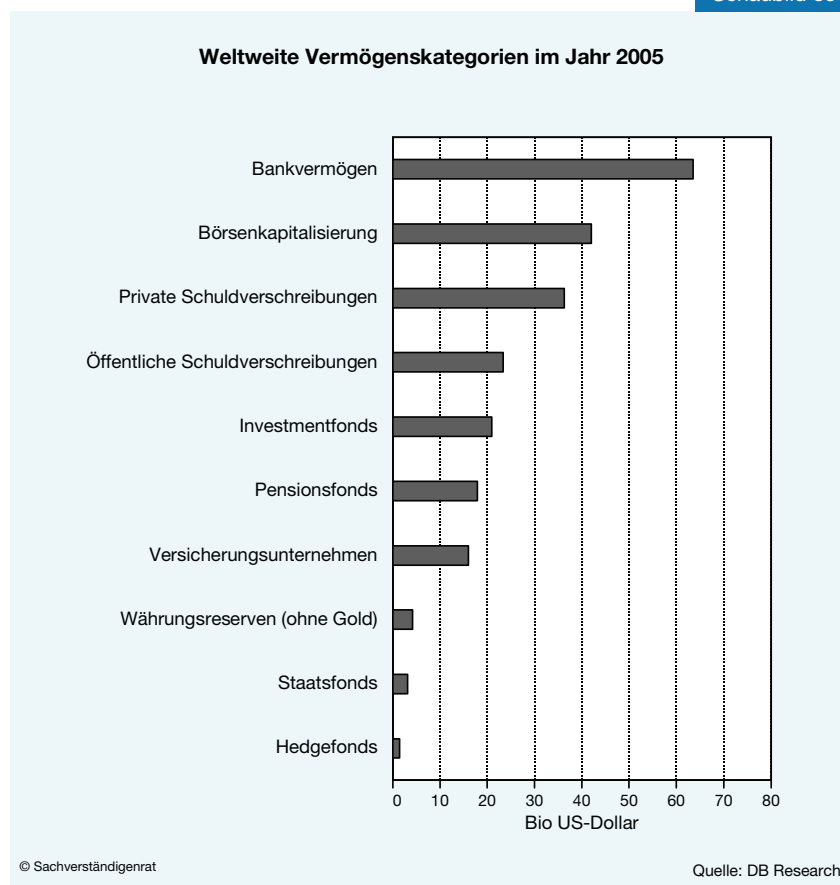
Quelle: DB Research

601. Die chinesische Entscheidung jedoch vermochte die Phantasie zu beflügeln und somit für Unruhe zu sorgen. Wenn ein großes Land wie China beginnt, sich bei Unternehmen anderer Länder einzukaufen, so wird dies als Bedrohung wahrgenommen. Der Eindruck verstärkt sich, wenn die Mittelausstattung der neuen Anlagegesellschaft – und mehr noch die im Hintergrund stehenden Währungsreserven von deutlich über 1 000 Mrd US Dollar – in Relation gesetzt wird zum Börsenwert einzelner Unternehmen, etwa der Börsenkapitalisierung des größten deutschen Energieversorgers E.ON, die sich auf über 80 Mrd Euro beläuft. Einem Staatsfonds mit jener Mittelausstattung

wäre es – so wird gemutmaßt – ein Leichtes, durch eine substantielle Beteiligung maßgeblichen Einfluss auf ein deutsches Großunternehmen zu gewinnen.

602. Staatsfonds der genannten **Größenordnung** gibt es indes seit langem, und von ihnen sind bislang keine größeren Bedrohungen für deutsche Unternehmen ausgegangen. Der neue chinesische Staatsfonds ist kleiner als der norwegische GPFG (rund 322 Mrd US-Dollar) oder CalPERS, der Pensionsfonds des US-Bundesstaates Kalifornien (rund 250 Mrd US-Dollar). Im Vergleich zu den Vermögen, die von Versicherungen, Pensionsfonds oder Investmentfonds angelegt werden, sind Staatsfonds noch immer kleine Akteure (Schaubild 88). Die genannten Zahlen relativieren sich zudem, wenn sie mit den entsprechenden Volumina weltweit operierender privater Finanzinstitutionen verglichen werden. So beläuft sich allein das von der weltweit größten Institution in diesem Bereich – der Union Bank of Switzerland (UBS) – verwaltete Finanzvermögen auf einen Wert zwischen 2 000 und 3 000 Mrd US-Dollar und entspricht somit in etwa dem, was derzeit als Vermögen aller Staatsfonds zusammen veranschlagt wird. Als Finanzinvestoren legen diese Institutionen Wert auf eine Diversifizierung und eine gewisse Liquidität ihrer Anlagen. Eine Konzentration von Mitteln in dem Maße, wie dies zum Erwerb der Kontrolle über ein deutsches Großunternehmen erforderlich wäre, würde diesen Zielen zuwider laufen.

Schaubild 88



603. Als Staatsfonds bezeichnet man Investmentfonds oder Investmentagenturen, die staatliche Devisenreserven organisatorisch getrennt von der traditionellen Verwaltung von Währungsreserven anlegen. Ein aktives Management, das teilweise auf externe Anlageverwalter übertragen wird,

soll risikoreichere sowie längerfristige Anlagen tätigen und höhere Erträge erwirtschaften, als dies bei einem reinen Währungsreservenmanagement möglich wäre.

Staatsfonds speisen sich typischerweise aus zwei **Einnahmequellen**: *Non-Renewable Funds* beziehungsweise *Commodity Funds* beziehen ihre Einnahmen aus den Exporterlösen von Rohstoffen, zum Beispiel Erdöl oder Erdgas, die direkt oder indirekt über spezielle Steuern oder Zölle an die Fonds abgeführt werden und die in den Erdöl exportierenden Ländern schon vor Jahrzehnten eingerichtet wurden. *Renewable Funds* beziehungsweise *Non-Commodity Funds* finanzieren sich durch die Übertragung eines Teils der offiziellen Währungsreserven. Diese können durch hohe Leistungsbilanzüberschüsse entstanden sein, die nicht im Zusammenhang mit Rohstoffexporten stehen müssen. Unabhängig von der Einnahmequelle, aus der sich Staatsfonds speisen, sind sie in der Regel das Resultat eines Ersparnisüberschusses und damit Ausdruck des Wunsches, den zukünftigen Konsum erhöhen oder sich zumindest gegen Konsumschwankungen absichern zu können.

604. Zu den primären Zielen von Staatsfonds gehört der Aufbau eines **Kapitalstocks für künftige Generationen**. *Savings Funds* oder *Heritage Funds* sollen primär bei der Bewältigung derjenigen finanziellen Herausforderungen helfen, die sich durch eine alternde Bevölkerung und aus den erwarteten Rückgängen der Einnahmen aus endlichen Rohstoffressourcen ergeben. Leistungsbilanzüberschüsse und der Aufbau von Forderungen im Ausland können volkswirtschaftlich sinnvoll sein, wenn es darum geht, für ein zukünftiges Nachlassen der Wirtschaftskraft Vorsorge zu tragen. Aus diesem Grund befinden sich die größten Staatsfonds in den Ländern, die durch die Förderung und den Export von Öl oder Gas hohe Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet haben. Die weltweite Anlage dieser Überschüsse soll dafür sorgen, dass der Reichtum der entsprechenden Länder die Öl- und Gasvorkommen überdauert, indem mit der Zeit die Erträge aus internationalen Kapitalanlagen an die Stelle der Rohstofferrträge treten. Der Teil der Einnahmen aus den endlichen Ressourcen der Exportländer, der für zukünftige Generationen gespart wird, dient somit einer intergenerativen Umverteilung.

Eine Beschränkung der Kapitalimporte aus Überschussländern, etwa in Form einer Genehmigungspflicht für bestimmte Investitionen von Staatsfonds aus Russland oder den arabischen Ländern, wird dort die Frage aufwerfen, ob die Förderung und der Verkauf großer Mengen an Öl und Gas selbst dann noch sinnvoll ist, wenn ihnen die Käufer bei der Verwendung der Erlöse Steine in den Weg legen. Der intertemporale Tausch von Öl oder Gas gegen Kapitalerträge in der Zukunft würde durch Investitionshemmnisse für die Besitzer von Öl- und Gasvorkommen weniger attraktiv. Derjenige, der heute vor Staatsfonds warnt, muss damit rechnen, dass er morgen Anlass haben wird, über Spekulanten zu schimpfen, die den Ölpreis treiben, doch sollte er berücksichtigen, dass zwischen der Intervention zur Beschränkung der Rechte von Staatsfonds und der Bereitschaft, Öl oder Gas zu liefern, ein unmittelbarer Zusammenhang besteht.

605. Ein weiterer Grund für die Einrichtung von Staatsfonds ist die makroökonomische **Stabilisierung bei Preisschwankungen** von Rohstoffen. Durch die Entkopplung von volatilen Rohstoffeinnahmen und Staatsausgaben soll einer prozyklisch wirkenden Fiskalpolitik entgegengesteuert werden. Zudem kann die Transmission von Rohstoffpreisschocks auf die Geldpolitik, die Preise

und den nominalen Wechselkurs gedämpft werden. Schließlich dienen Stabilisierungsfonds dazu, ein typisches Problem von Ressourcen exportierenden Ländern abzumildern, nämlich die reale Aufwertung und die damit einhergehende Schrumpfung des traditionellen Exportsektors (so genannte „Holländische Krankheit“).

Ein drittes verbreitetes Ziel von Staatsfonds ist die **Entwicklung** der heimischen Wirtschaft zum Beispiel durch Infrastrukturinvestitionen oder durch die Förderung von Unternehmen. Bei der Verausgabung von Fondsmitteln im Inland können sich jedoch Konflikte mit der Stabilisierungspolitik und möglichen Wechselkurszielen ergeben.

606. Die unterschiedlichen Zielsetzungen äußern sich zudem in der **Anlagestrategie**. Stabilisierungsfonds verfolgen hauptsächlich ein makroökonomisches Stabilisierungsziel und legen ihre Mittel tendenziell kurzfristig in liquiden Wertpapieren an. Entwicklungsfonds hingegen legen primär im Inland, Fonds, die den Aufbau eines Kapitalstocks verfolgen, längerfristig und international diversifiziert an.

Die zuletzt genannten Staatsfonds sollten ein Interesse daran haben, einen möglichst hohen Kapitalstock aufzubauen und eine **möglichst hohe Rendite** zu erwirtschaften. Die Vermutung, Staatsfonds würden systematisch ihr Vermögen verschleudern, indem sie Unternehmen zu teuer einkaufen und dabei große Klumpenrisiken eingehen, wird in der Regel nicht zutreffend sein. Aufgrund ihrer Zielsetzungen, einen Kapitalstock aufzubauen, sind Staatsfonds langfristige Investoren, ähnlich wie Pensionsfonds. Der bereits erwähnte norwegische GPFG beispielsweise investiert nach einer klar definierten Anlagestrategie, und seine Positionen sind international diversifiziert, bei ausländischen Unternehmen werden nur Minderheitsbeteiligungen eingegangen. Der GPFG informiert die Bevölkerung umfassend und zeitnah über die Erträge aus den Anlagen, denn es handelt sich um Volksvermögen, über dessen Verwaltung Rechenschaft abzugeben ist.

Andere Staatsfonds weisen eine weniger ausgeprägte Transparenz auf. Zum Beispiel ist die Anlagestrategie der am 29. September 2007 gegründeten China Investment Corporation (CIC) noch nicht publiziert worden. Bekannt ist allerdings, dass die Regierung mehrere Ziele verfolgt. Erstens soll die Rendite der Währungsreserven, die zurzeit mehrheitlich in US-Staatsanleihen investiert sind, gesteigert werden. Zweitens soll die CIC dazu dienen, der chinesischen Wirtschaft Liquidität zu entziehen und die Inflation zu dämpfen. Dazu erwirbt die CIC Devisen von der Notenbank, erhält die dazu benötigten Mittel vom Finanzministerium, das im Gegenzug eine spezielle Anleihe ausgibt und an chinesische Banken und Versicherer verkauft. Als drittes Ziel sollen chinesische Staatskonzerne gefördert werden. So hat die CIC im Oktober 2007 die Aktivitäten der Central Huijin Investment Ltd., dem Investmentarm der Notenbank, der schon in der Vergangenheit mehrmals Währungsreserven zur Rekapitalisierung von chinesischen Banken eingesetzt hat, übernommen. Dem Vernehmen nach sind beträchtliche Mittel für weitere Rekapitalisierungsmaßnahmen chinesischer Banken bereits vorgesehen. Angesichts dieser Ziele scheint es unwahrscheinlich, dass dieser Fonds als nächstes eines der großen deutschen Unternehmen aufkauft, denn damit wäre er einem beträchtlichen Klumpenrisiko ausgesetzt. Dass in China ein Druck auf den Fonds besteht, das Volksvermögen gewinnbringend anzulegen, zeigten die empörten Presseberichte, nachdem der Fonds als erste Auslandsinvestition 3 Mrd US-Dollar (nota bene ohne Stimmrechte) in die mittler-

weile börsennotierte *Private-Equity*-Gesellschaft Blackstone investiert und in den ersten Wochen etwa ein Fünftel des Wertes verloren hatte.

607. Mittlerweile haben sich Länder mit großen Staatsfonds zusammengefunden, um den wilden Vermutungen über ihre Motive und Strategien entgegenzuwirken. Im Rahmen des Internationalen Währungsfonds soll ein Verhaltenskodex (*Code of Conduct*), erarbeitet werden, der die Transparenz der Staatsfonds erhöht.

Generell sollten weitergehende Regulierungen von Staatsfonds (so sie sich als erforderlich herausstellen sollten) nicht auf der nationalen, sondern auf der internationalen Ebene verfolgt werden. Die Bestrebungen, im Rahmen des Internationalen Währungsfonds die Transparenz ausländischer Staatsfonds zu erhöhen, sollten weiter unterstützt werden. Möglicherweise könnten die größten Bedenken gegenüber einem feindseligen Verhalten solcher Fonds durch einen Verhaltenskodex ausgeräumt oder zumindest besänftigt werden.

IV. Europarechtliche Schranken

608. Unabhängig davon wie die ökonomische Begründung einer Investitionsbeschränkung beurteilt wird, ist zu beachten, dass die staatlichen Interventionsmöglichkeiten durch die europarechtlichen Rahmenbedingungen begrenzt werden. Ansonsten besteht das Risiko, dass in Deutschland beschlossene Interventionen vom Europäischen Gerichtshof untersagt werden. In der politischen Diskussion hört man zwar regelmäßig, andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union, vor allem Frankreich, schützten ihre Großunternehmen ebenfalls. Jedoch ist die überwiegende Zahl dieser Schutzmaßnahmen vom Europäischen Gerichtshof untersagt worden.

609. Als grundlegende Rechtsvorschriften sind vor allem **Artikel 56 (Kapitalverkehrsfreiheit)** und **Artikel 43 (Niederlassungsfreiheit)** des EG-Vertrags zu beachten. Nach Artikel 56 EG-Vertrag sind alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten der EU sowie zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern verboten. Zwar lässt Artikel 58 des EG-Vertrags bestimmte Ausnahmen von diesem Verbot zu, doch legt der Europäische Gerichtshof die Grundfreiheiten des EG-Vertrags extensiv aus und setzt sehr enge Grenzen für die Ausnahmen. Insbesondere könne ihre Reichweite nicht einseitig von den Mitgliedstaaten festgelegt werden und unterliege der Kontrolle durch die Gemeinschaftsinstitutionen. Versuche von Mitgliedstaaten, bei bestimmten Unternehmen oder Wirtschaftszweigen öffentliche Belange in Form von Sondervorschriften für Unternehmensverfassung und Unternehmenskontrolle geltend zu machen, werden vom Gerichtshof nicht gänzlich abgelehnt, aber doch an sehr restriktive Bedingungen geknüpft.

610. Nicht von Belang ist in diesem Zusammenhang die in Artikel 295 EG-Vertrag festgelegte Neutralität des EG-Vertrags gegenüber der Eigentumsordnung. Diese Rechtsvorschrift besagt, dass der Vertrag keinen Einfluss auf die Trennung zwischen öffentlichen und privaten Unternehmen hat. Insbesondere gibt es keinen, etwa durch die Kapitalverkehrsfreiheit gebotenen europarechtlichen Zwang zur Privatisierung öffentlicher Unternehmen. Ist ein Unternehmen aber privatisiert, so sind die für private Unternehmen geltenden Vertragsvorschriften anzuwenden. Sofern die betreffenden Staaten nach der Privatisierung ein öffentliches Interesse an den betreffenden Unternehmen