

# SIEBTES KAPITEL

## Beschränkungen des Beteiligungserwerbs durch ausländische Investoren?

- I.** Einführung
- II.** Deutschlands Interesse an offenen Kapitalmärkten
- III.** Staatsfonds: Neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten?
- IV.** Europarechtliche Schranken
- V.** Ökonomische Begründungen für Eingriffe
- VI.** Vorliegende Vorschläge zur Beschränkung ausländischer Investitionen
- VII.** Eine andere Meinung

### Das Wichtigste in Kürze

Die Ankündigung der Volksrepublik China, einen Teil ihrer Devisenreserven einem Staatsfonds zu übertragen, löste in Deutschland eine intensive Debatte über Schutzmaßnahmen vor staatlichen Fonds aus. Diese weitete sich schnell auf generelle Beteiligungsbeschränkungen für ausländische Investoren aus. Genährt wurde die Diskussion von diffusen Gefahrenvisionen sowie einem allgemeinen Unbehagen gegenüber neuen Akteuren auf Finanzmärkten im Speziellen und gegenüber der Globalisierung im Allgemeinen. In den Hintergrund geriet dabei, dass Deutschland selbst ein ausgeprägtes Interesse an offenen Kapitalmärkten hat. Als Überschussland exportiert Deutschland Kapital und ist darauf angewiesen, dass seine Investoren im Ausland willkommen sind. Deutsche Investoren halten weltweite Unternehmensbeteiligungen im Umfang von 800 Mrd Euro und Ausländer haben sich in Deutschland mit 390 Mrd Euro engagiert. Wegen dieser hohen Kapitalverflechtung hat sich Deutschland aus einem wohl verstandenen Eigeninteresse bislang vorbildlich für offene Kapitalmärkte eingesetzt.

Gefahren werden in erster Linie in **ausländischen Staatsfonds** gesehen. Solche Institutionen werden in der Regel geschaffen, um einen Kapitalstock aufzubauen, der den Problemen aus der absehbaren Erschöpfung endlicher Ressourcen oder der Bevölkerungsalterung entgegenwirken soll. Dies spricht für eine generelle Renditeorientierung und Risikodiversifizierung in den Anlagestrategien. In der öffentlichen Wahrnehmung werden Staatsfonds hingegen vorwiegend politische und strategische Anlagemotive unterstellt. Dazu ist anzumerken, dass es Staatsfonds, insbesondere in den Erdöl exportierenden Ländern, schon seit mehreren Jahrzehnten gibt und bislang keine merkliche Bedrohung deutscher Unternehmen von ihnen ausgegangen ist. Als langfristige Investoren sind sie vielmehr in deutschen Unternehmen willkommen gewesen.

Um die Frage nach möglichen Gründen für eine generelle **Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit** zu beantworten, muss zunächst festgestellt werden, welches spezifische öffentliche Interesse durch eine Beteiligung ausländischer Investoren beeinträchtigt sein könnte. Zweitens ist zu prüfen, ob nicht bereits bestehende Instrumente zur Wahrung des öffentlichen Interesses genügen. Werden Lücken offensichtlich, so ist zu fragen, ob sie nicht durch andere, die Kapitalverkehrsfreiheit nicht verletzende Eingriffe gelöst werden könnten. Des Weiteren ist zu klären, ob ein neues Instrument zielgenau ist und es möglicherweise unerwünschte Nebenwirkungen haben könnte. Schließlich stellt sich die Frage nach den europarechtlichen Schranken für Instrumente, welche die Kapitalverkehrsfreiheit einschränken.

Aus der Perspektive des **Europäischen Rechts** können nur in genau definierten Fällen Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit zur Wahrung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit vorgenommen werden. Der Europäische Gerichtshof und die Europäische Kommission legen diesen Begriff zu Recht eng aus. Damit soll vermieden werden, dass einzelne Mitgliedsländer unter dem Vorwand des Schutzes der nationalen Sicherheit die Kapitalverkehrsfreiheit unterlaufen und protektionistische Maßnahmen ergreifen. Entsprechend hat die Europäische Kommission die französischen Regulierungen beanstandet, und der Europäische Gerichtshof hat eine Reihe von Sonderregelungen anderer Mitgliedsländer für ungültig erklärt.

Die Analyse zeigt, dass ökonomisch gerechtfertigte Beschränkungen der Beteiligung an deutschen Unternehmen durch ausländische Investoren vor hohen Hürden stehen: Die für derartige Eingriffe angeführten ökonomischen Begründungen können regelmäßig nicht überzeugen, weil entweder nicht klar ist, inwieweit eine Übernahme überhaupt das Gemeinwohl beeinträchtigen würde, oder weil andere, weniger invasive Instrumente zur Verfügung stehen, wie etwa das Wettbewerbsrecht.

Der Sachverständigenrat sieht daher keine unmittelbare Notwendigkeit, Beteiligungen durch ausländische Unternehmen über das im Außenwirtschaftsgesetz bereits geregelte Maß hinaus zu beschränken. Entschiede man sich gleichwohl für eine Schärfung der Beteiligungskontrolle, so müssten die dazu eingeführten Instrumente hohen Anforderungen an die für eine Versagung zu erfüllenden Kriterien und das bei der Prüfung einzuhaltende Verfahren genügen. Dies ist nicht nur erforderlich, um nicht spätestens bei der ersten Anwendung vor dem Europäischen Gerichtshof zu scheitern, sondern auch, weil sonst ein Werkzeug geschaffen würde, das sich zum Missbrauch bei in der öffentlichen Wahrnehmung als unerwünscht angesehenen Übernahmeversuchen geradezu anbietet, zum Schaden der deutschen Volkswirtschaft. Die bisher bekannten Vorschläge, insbesondere der Entwurf zu einer Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes, genügen diesen hohen Anforderungen jedoch nicht. Sie sollten daher in der vorliegenden Form nicht weiter verfolgt werden.

## I. Einführung

**583.** Seit einigen Monaten wird in der Politik und in den Medien die Frage diskutiert, ob es angebracht sei, die Beteiligung ausländischer Investoren und insbesondere von Staatsfonds an deutschen Unternehmen einzuschränken. Hinter der Diskussion steht erstens die Beobachtung, dass eine Reihe von Ländern die weltweite Anlage von Ersparnissen über **Staatsfonds** steuert, zweitens die **Befürchtung**, dass solche Institutionen mit ihrer Anlagepolitik nicht allein wirtschaftliche Ziele verfolgen, mithin ein Risiko besteht, dass die mit erheblichen Unternehmensbeteiligungen verbundenen Möglichkeiten der Einflussnahme zur Durchsetzung von politischen Zielen der betreffenden souveränen Staaten genutzt werden, und drittens schließlich die Erwägung, dass eine Kontrolle strategisch wichtiger Vermögenswerte durch einen anderen Staat die politischen Handlungsspielräume Deutschlands auf unerträgliche Weise einengen könnte.

**584.** Unmittelbarer **Auslöser dieser Diskussion** war eine Entscheidung der Volksrepublik China, die aufgrund jahrelanger Handelsbilanzüberschüsse akkumulierten Reserven vermehrt auch zur Anlage in Beteiligungen an ausländischen Unternehmen zu nutzen und zu diesem Zweck eine staatliche Anlagegesellschaft zu gründen. Zur Beunruhigung trug weiter das verschiedentlich von Seiten des russischen Gasproduzenten Gazprom geäußerte Interesse an Unternehmensbeteiligungen im Bereich des Transports und der Verteilung von Erdgas in Deutschland bei. Als Mittel der vertikalen Vorwärtsintegration könnten derartige Beteiligungen die Marktmacht zementieren, die Gazprom als größter Produzent von Erdgas ohnehin schon hat. Darüber hinaus geben die Erfahrungen, die die Ukraine und Weißrussland mit Gazprom gemacht haben, Anlass zu der Befürchtung, dass diese Marktmacht zur Durchsetzung von politischen Interessen des russischen Staates genutzt werden könnte.

**585.** Die Interessenbekundungen von Gazprom haben die Aufmerksamkeit der Politik auf die großen **Netze** gerichtet, die als Infrastruktur für die Leistungen der Energiewirtschaft, der Telekommunikation, der Post oder der Bahn benötigt werden. Solange diese Netze in staatlicher Hand waren oder sind, bestand beziehungsweise besteht keine Möglichkeit, dass ein anderer Staat über eine Kapitalbeteiligung die Kontrolle über sie bekommt. Das hat sich mit der Privatisierung und der Börsennotierung der betreffenden Unternehmen geändert, da die Übernahme der Kontrolle gegen den Willen von Vorstand und Aufsichtsrat heute leichter sein mag als vor 20 Jahren. Es stellt sich daher die Frage, ob es für das Gemeinwesen wirklich nicht von Belang ist, wenn die wichtigen Netze unter die Kontrolle ausländischer Investoren, insbesondere unter die Kontrolle anderer Staaten geraten. Bei der Deutschen Bahn hat der Verfassungsgesetzgeber diese Frage entschieden und in Artikel 87e Absatz 3 Grundgesetz vorgesehen, dass der Bund bei einer Privatisierung auf jeden Fall die Kontrolle über das Netz der Bahn behalten muss. Bei den anderen Netzsektoren gibt es keine derartige Vorschrift. Im politischen Raum werden jedoch Vorschläge diskutiert, im Rahmen einer „strategischen Industriepolitik“ diese Netze ebenfalls einer möglichen Kontrolle durch ausländische Investoren zu entziehen. Bei einer solchen „strategischen Industriepolitik“ wäre ebenso an andere Infrastruktureinrichtungen, etwa die großen Flughäfen, zu denken.

**586.** Das Stichwort „strategische Industriepolitik“ verbindet die derzeitigen Überlegungen zur Beteiligung ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen mit einer anderen Diskussion, nämlich um eine konventionellere Form der Industriepolitik, bei der der Staat versucht, einzelne Sektoren oder Unternehmen, so genannte „**nationale Champions**“, besonders zu fördern, um ihnen eine „starke Stellung“ auf den Weltmärkten zu verschaffen. Es ist vermutlich kein Zufall, dass in der derzeitigen Diskussion um eine strategische Industriepolitik zur Abwehr ausländischer Investoren dieselben Sektoren und Unternehmen genannt werden wie in jener früheren Diskussion über die konventionellere Form der Industriepolitik: Sektoren mit Netzinfrastrukturen, vor allem die Energiewirtschaft, frühere Staatsunternehmen und Banken. Darüber hinaus richtet sich die Aufmerksamkeit auf forschungs- und technologieintensive Unternehmen, die als Garanten des Wirtschaftswachstums angesehen werden. Noch ist in Erinnerung, dass aufgrund des Zusammenschlusses von Hoechst und Rhône-Poulenc zu Aventis im Jahr 1999 und der anschließenden Übernahme von Aventis durch Sanofi im Jahr 2004 ein traditionsreiches pharmazeutisches Unternehmen seinen Unternehmenssitz nun nicht mehr in Deutschland hat.

**587.** Darüber hinaus stellen einige Teilnehmer an der derzeitigen Diskussion die Frage nach den Risiken einer Beteiligung ausländischer staatlicher Institutionen an deutschen Unternehmen in den größeren Kontext der allgemeinen Diskussion um Aktionärsrechte und Unternehmenskontrolle. Aus ihrer Sicht sind deutsche Unternehmen in den vergangenen Jahren allzu sehr unter den Einfluss von zumeist ausländischen Hedgefonds und *Private-Equity*-Gesellschaften, vulgo „**Heuschrecken**“, gekommen, die es verstanden hätten, erheblichen Druck auf die Unternehmen auszuüben, an denen sie sich beteiligt hätten, um Reorganisationsmaßnahmen zu veranlassen, die insbesondere den Arbeitnehmern dieser Unternehmen erheblich geschadet hätten. Daher müsse die Möglichkeit der Einflussnahme oder gar der Kontrollübernahme selbst dieser privaten Institutionen aus dem Ausland begrenzt werden.

**588.** Die zuweilen emotional geführte Debatte war vor allem dadurch gekennzeichnet, dass immer neue und diffusere Bedrohungsszenarien entworfen wurden. Es entstanden Schutzbedürfnisse vor vermeintlich feindlichen Ausländern, die von der öffentlichen Infrastruktur bis hin zur Gesamtheit der deutschen Unternehmen reichten. Aus diesem Gefühl der akuten Bedrohung heraus und der Beobachtung, dass „andere das auch machen“, wurden sehr schnell **Vorschläge für Instrumente** zum Schutz vor ausländischen staatlichen und privaten Investoren unterbreitet.

Im Oktober wurde vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie ein Referentenentwurf vorgelegt, der über eine Ausweitung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG) ein Genehmigungsverfahren für ausländische Beteiligungen vorsieht. Signifikante Beteiligungen durch ausländische Investoren an deutschen Unternehmen, die die öffentliche Ordnung oder Sicherheit Deutschlands gefährden könnten, soll die Regierung genehmigen, unter Auflagen genehmigen oder untersagen können. Eine allgemeine Meldepflicht ist nicht vorgesehen, es soll aber für drei Monate ein Aufgriffsrecht bestehen. Ein früherer, mittlerweile nicht weiter verfolgter Vorschlag bestand darin, dass Deutschland selbst eine Art Staatsfonds einrichten könnte. Es sollte somit eine Kapitalsammelstelle geschaffen werden, die bei einer drohenden Übernahme durch ausländische Investoren als „weißer Ritter“ einspringen könnte, indem sie die erforderlichen Beteiligungen an dem betroffenen Unternehmen übernimmt. Weitere Instrumente in der Diskussion sind *Golden Shares* und vinkulierte Namensaktien. *Golden Shares* würden der Regierung maßgeblichen Einfluss auf ein Unternehmen auch dann geben, wenn sie selbst nicht den entsprechenden Kapitalanteil besitzt. Durch die Vinkulierung von Namensaktien könnten generell die Einflussmöglichkeiten unerwünschter Investoren beschnitten werden.

**589.** Für eine fundierte Beurteilung der Schutzinstrumente muss zunächst geklärt werden, welche Gründe für den Schutz von Unternehmen sprechen und inwiefern Kapitalbeteiligungen ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen deutsche Gemeinwohlinteressen berühren.

Dazu ist vorab hervorzuheben, dass Deutschland als Kapitalexporteur und mit einer generell hohen Auslandsverflechtung ein ausgeprägtes Interesse an weltweit offenen Kapitalmärkten hat. Deshalb bestand die traditionelle Position Deutschlands sowie die vieler erfolgreicher Exportländer darin, Initiativen zur Marktöffnung und zur Förderung grenzüberschreitender Investitionen voranzutreiben. Die heutige **Kapitalverflechtung Deutschlands** wird daher im zweiten Abschnitt dargestellt. Der dritte Abschnitt behandelt die vermeintlich neuen Akteure auf den internationalen Finanzmärkten, die ausländischen **Staatsfonds**. Der vierte Abschnitt befasst sich mit der Frage, welche Schranken der **europäische Rechtsrahmen** für Ausnahmeregelungen von der Kapitalverkehrsfreiheit setzt und welche zulässigen Möglichkeiten überhaupt verbleiben. Der fünfte Abschnitt diskutiert, ob ein staatlicher Eingriff in die Eigentumsrechte aus **volkswirtschaftlicher Perspektive begründet** werden kann. Zunächst geht es darum, zu identifizieren, ob ein Gemeinwohlinteresse vorliegt, dem nicht bereits mit dem vorhandenen Instrumentarium Rechnung getragen werden kann. Dabei wird unterschieden zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Gemeinwohlinteressen. Erstere bestehen nur für spezielle Unternehmen oder Unternehmensgruppen, Letztere hingegen betreffen alle Unternehmen. Nachdem die Gemeinwohlinteressen identifiziert sind, wird geklärt, inwiefern der derzeitige Rechtsrahmen deren Schutz gewährleistet. Schließlich wird diskutiert, ob zwischen „guten“ und „schlechten“ Investoren unterschieden werden sollte. Im

sechsten Abschnitt werden die vorliegenden Vorschläge zur Investitionsbeschränkung auf die Frage hin untersucht, ob sie zum Erreichen der angestrebten Ziele beitragen und welche Nebenwirkungen sie haben könnten.

## II. Deutschlands Interesse an offenen Kapitalmärkten

**590.** Im Sommer dieses Jahres wurde anlässlich des G8-Gipfels in Heiligendamm eine gemeinsame Erklärung der deutschen G8-Präsidentschaft und der Regierungschefs von Brasilien, Indien, Mexiko und Südafrika verabschiedet, in der es um die Schaffung von Rahmenbedingungen für eine globalisierte Weltwirtschaft geht. Der erste Punkt der Erklärung setzt sich mit der **Förderung grenzüberschreitender Investitionen** „zu unserem gegenseitigen Nutzen“ auseinander. Darin wird anerkannt, dass grenzüberschreitende Direktinvestitionen die Gestaltung der Weltwirtschaft maßgeblich beeinflussen und einen wichtigen positiven Beitrag zum Wachstum und zur nachhaltigen Entwicklung leisten. Wörtlich heißt es: „Es liegt in unserem gemeinsamen Interesse, Investitionen zu fördern und ein solides globales Investitionsumfeld zu gewährleisten und weiterzuentwickeln. Deshalb werden wir zusammenarbeiten, um in unseren Ländern günstigere Investitionsbedingungen zu fördern, sowohl für Inlands- als auch für Auslandsinvestitionen [...]“ (G8-Gipfel, 2007). Der Inhalt dieser Erklärung von Heiligendamm, die durch die deutsche Präsidentschaft vorbereitet und verhandelt wurde, liegt offensichtlich im eigenen wohlverstandenen Interesse.

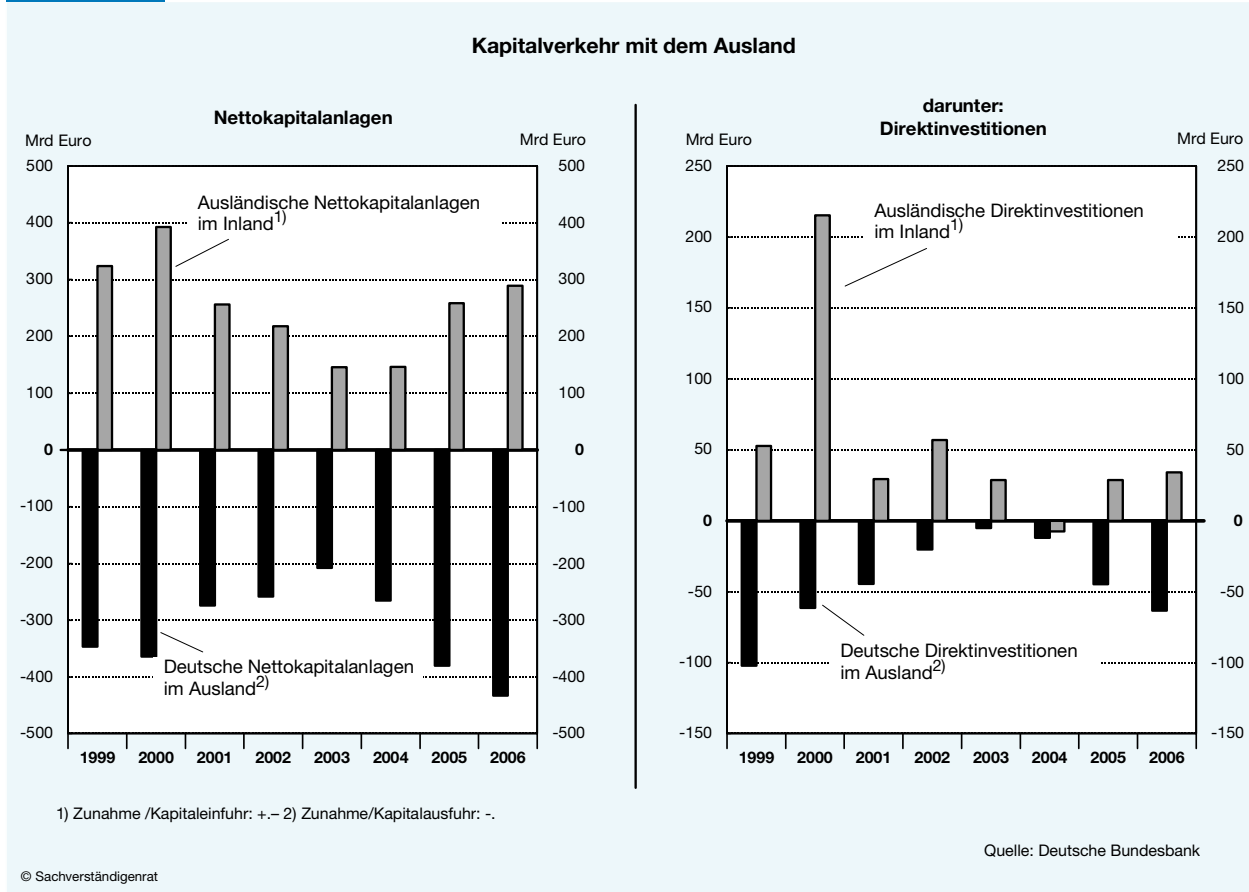
**591.** Die deutsche Wirtschaft ist durch eine ausgesprochen **hohe internationale Verflechtung** gekennzeichnet. Per saldo hat Deutschland in den letzten Jahren etwa im Umfang von 5 vH seines Bruttoinlandsprodukts mehr Güter und Dienstleistungen exportiert als importiert. Das Spiegelbild zu diesem Leistungsbilanzüberschuss findet sich in der Kapitalbilanz. Im Jahr 2006 haben Deutsche im Ausland Kapitalanlagen im Umfang von etwa 430 Mrd Euro getätigt. Die ausländischen Kapitalanlagen im Inland betragen hingegen nur etwa 290 Mrd Euro (Schaubild 84, linker Teil, Seite 390). Dieser Anlageüberschuss im Ausland ist das Gegenstück zum Exportüberschuss bei Waren und Dienstleistungen, denn ein Land, das mehr Waren und Dienstleistungen exportiert als es importiert, muss Forderungen im Ausland aufbauen. Inkonsequent wäre es, den Exportüberschuss zu begrüßen, für eine weitere Marktöffnung in den Zielländern zu plädieren und sich gleichzeitig für Restriktionen im Kapitalverkehr einzusetzen.

**592.** Werden anstelle der gesamten Kapitalanlagen nur die **Direktinvestitionen** betrachtet, so zeigt sich ein ähnliches Bild. Die laufenden Direktinvestitionen deutscher Unternehmen waren in den letzten Jahren stets höher als die von ausländischen Unternehmen in Deutschland. Im Jahr 2006 haben deutsche Unternehmen Direktinvestitionen in Höhe von 63 Mrd Euro im Ausland getätigt, während das Ausland etwa 34 Mrd Euro in Deutschland investierte (Schaubild 84, rechter Teil, Seite 390).

**593.** Der Blick auf den **Bestand** an deutschen Direktinvestitionen im Ausland zeigt wiederum das Bild von weltweit investierenden deutschen Unternehmen. Der gesamte Bestand an deutschen Direktinvestitionen im Ausland belief sich im Jahr 2005 auf etwa 800 Mrd Euro. Darunter findet sich eine Reihe von Direktinvestitionen deutscher Unternehmen, an denen der Staat beteiligt ist.



Schaubild 84



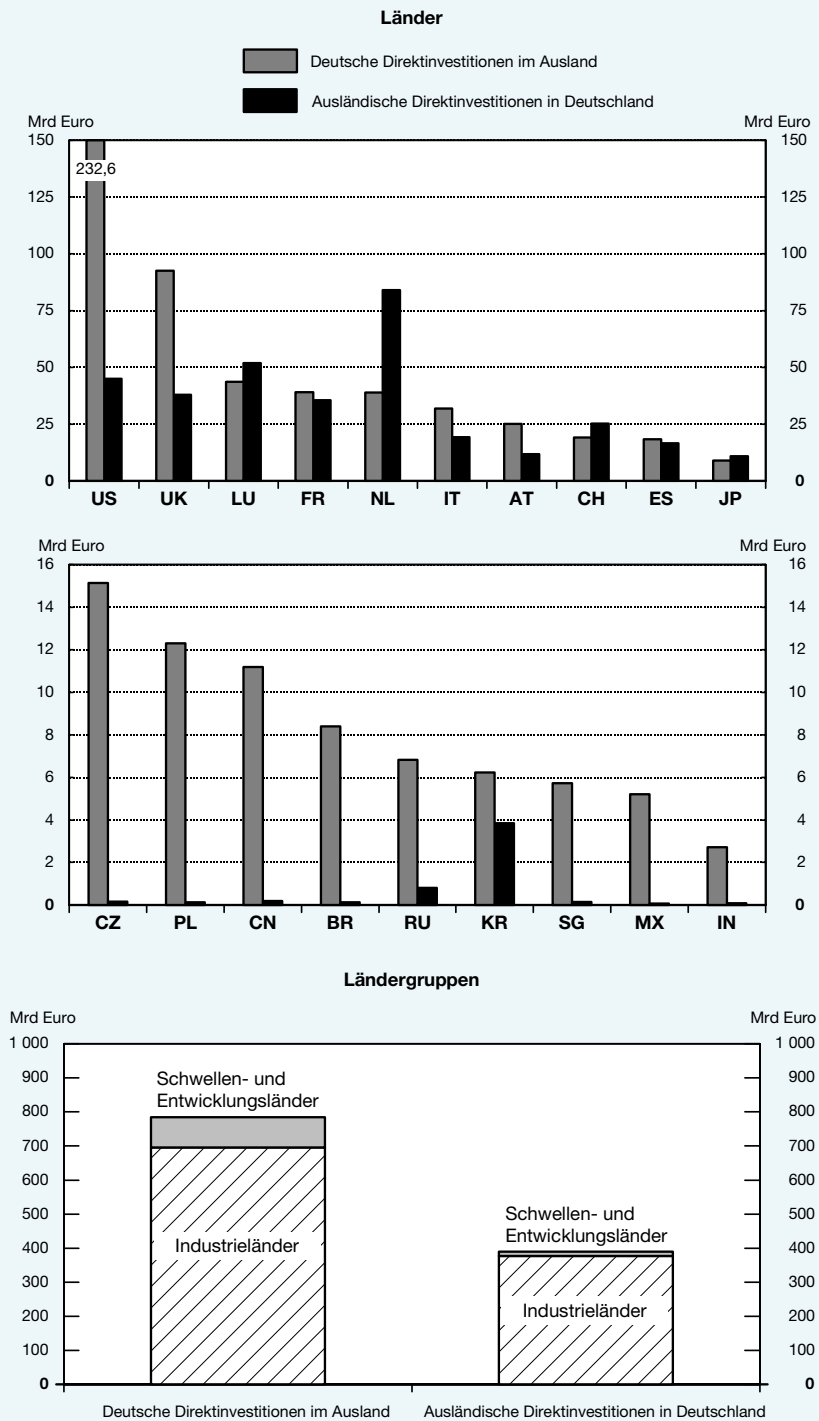
Deutsche Unternehmen sehen verschiedene Vorteile für Investitionen im Ausland. Einerseits sollen ausländische Märkte erschlossen und andererseits soll die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Produkte durch Auslagerungen von Teilen der Wertschöpfungskette gesteigert werden. Allgemein wird das Markterschließungsmotiv für das wichtigere gehalten. Dies korrespondiert mit der Beobachtung, dass der Hauptanteil der Kapitalverflechtungen zwischen den Industrieländern stattfindet (Schaubild 85, unterer Teil).

Das wichtigste Zielland waren mit einem Bestand an **Direktinvestitionen deutscher Unternehmen** von über 230 Mrd Euro mit weitem Abstand die Vereinigten Staaten. Es folgt das Vereinigte Königreich mit etwa 90 Mrd Euro vor Luxemburg, Frankreich und den Niederlanden mit Beständen an Direktinvestitionen in Höhe von jeweils weniger als 50 Mrd Euro (Schaubild 85, oberer Teil). Unter den Schwellenländern sind die Tschechische Republik, Polen und China die wichtigsten Zielländer für deutsche Unternehmen mit Direktinvestitionsbeständen zwischen 12 Mrd Euro und 15 Mrd Euro. In Brasilien und Russland hingegen betragen diese nur zwischen 7 Mrd Euro und 8 Mrd Euro (Schaubild 85, mittlerer Teil).

Die Bestände an Direktinvestitionen **aus Schwellenländern in Deutschland** sind bisher verschwindend klein. Der Bestand an Investitionen aus den so genannten BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien und China) erreicht zusammen rund 1 Mrd Euro.

Schaubild 85

**Unmittelbare und mittelbare Direktinvestitionen nach ausgewählten Ländern und Ländergruppen<sup>1)</sup>: Bestände<sup>2)</sup> im Jahr 2005**



1) AT = Österreich, BR = Brasilien, CH = Schweiz, CN = China, CZ = Tschechische Republik, ES = Spanien, FR = Frankreich, IN = Indien, IT = Italien, JP = Japan, KR = Korea, LU = Luxemburg, MX = Mexiko, NL = Niederlande, PL = Polen, RU = Russland, SG = Singapur, UK = Vereinigtes Königreich und US = Vereinigte Staaten.– 2) Ordinateenmaßstäbe unterschiedlich.

Quelle: Deutsche Bundesbank



**594.** Dies liegt zum einen daran, dass die Schwellenländer im Vergleich zu Deutschland immer noch relativ arm sind, zum anderen haben sie bisher Anlagen der überschüssigen Devisenreserven in kurzfristigen, wenig rentablen amerikanischen Staatspapieren getätigt. Nach einer Studie von Summers (2007) könnten Schwellenländer die Rendite ihrer überschüssigen Reserven bereits um 5 Prozentpunkte steigern, wenn sie diese wie Pensionsfonds anlegen würden. Die Überlegungen der Schwellenländer, wie sie ihr akkumuliertes Vermögen zugunsten zukünftiger Generationen rentabler anlegen könnten, scheinen somit nur vernünftig.

**595.** Die Abschottungstendenzen gegenüber Unternehmensbeteiligungen aus Schwellenländern sind teilweise eine Reaktion auf das **neue Muster der internationalen Kapitalströme**. In der Vergangenheit floss Kapital per Saldo vom Zentrum zur Peripherie. Die Industrieländer fungierten als Nettokapitalexporteur, Schwellen- und Entwicklungsländer hingegen als Importeur. Dies mag erklären, weshalb die Industrieländer in der Vergangenheit die treibenden Kräfte der weltweiten Öffnung des Kapitalverkehrs waren. In den letzten Jahren hat sich die Richtung der Kapitalflüsse jedoch umgedreht. Die Schwellen- und Entwicklungsländer exportieren Kapital in erster Linie in die Vereinigten Staaten. Einige Schwellenländer sind mit hohem Wachstum und beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüssen zu bedeutenden Akteuren auf den internationalen Kapitalmärkten herangewachsen. Diese grundsätzlich erfreuliche Situation ist noch ungewohnt und ruft in den Industrieländern ein Unbehagen hervor. Sie könnte jedoch ebenso als Chance verstanden werden, vermehrt Kapitalanlagen aus diesen Ländern anzuziehen.

**596.** Mitunter wird zwischen unterschiedlichen **Arten von Direktinvestitionen** differenziert. Danach wären „gute“ Investitionen solche, die auf der grünen Wiese stattfinden (*Greenfield Investment*) und „schlechte“ Investitionen demgegenüber Beteiligungen an und Übernahmen von bestehenden Firmen (M&A - Mergers and Acquisitions). Vermutet wird, dass nur bei Neugründungen positive Auswirkungen beispielsweise auf die Beschäftigung zu verzeichnen wären. Hier ist allerdings auf eine Verwechslung zwischen einzelwirtschaftlicher und gesamtwirtschaftlicher Perspektive hinzuweisen, denn auch ein neues Unternehmen tritt mit bestehenden Unternehmen in Konkurrenz um Ressourcen etwa auf dem Arbeitsmarkt. Es hängt von der Flexibilität des Arbeitsmarkts ab, ob zusätzliche Beschäftigung entsteht oder eine Anpassung über die Löhne erfolgt. Die empirische Evidenz zeigt zudem, dass die Vorteile von Direktinvestitionen – unabhängig davon, ob es M&A oder Neugründungen sind – weniger in zusätzlichen Arbeitsplätzen als in einem erhöhten Produktivitätswachstum liegen (OECD, 2007).

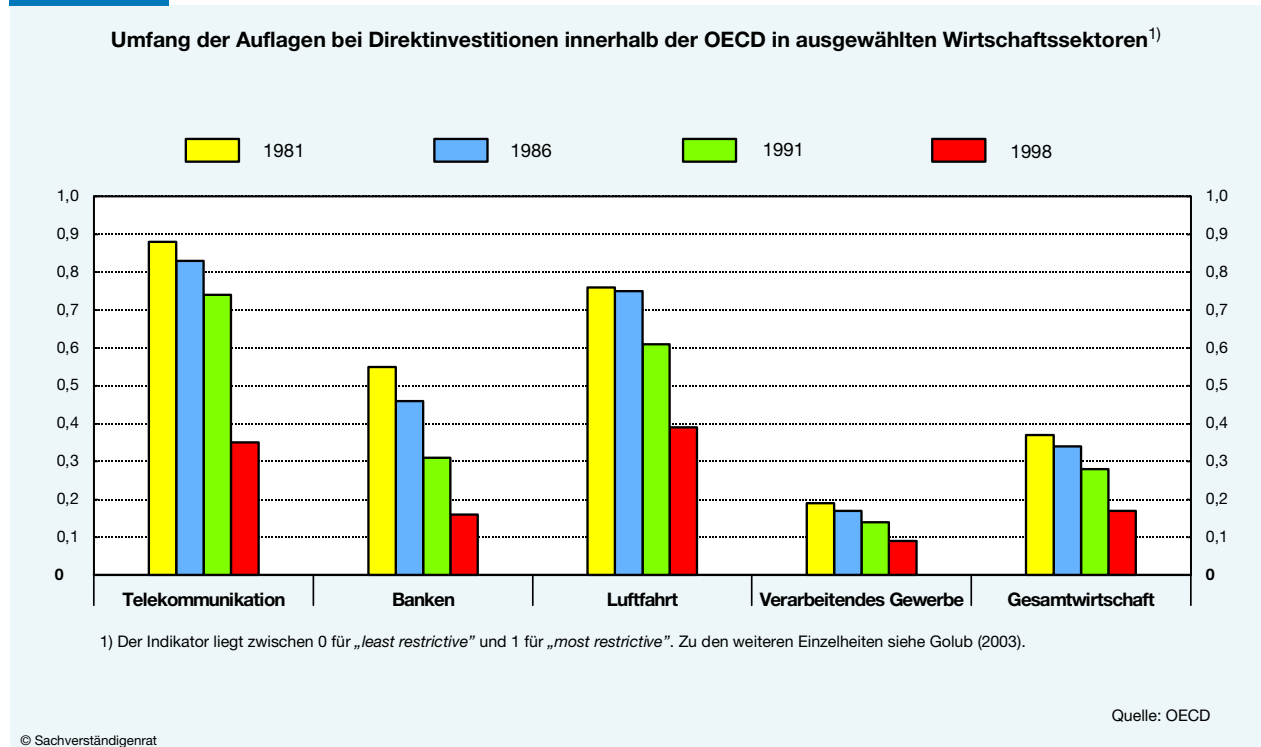
**597.** Auf der internationalen Ebene befasst sich eine Vielzahl von multilateralen, regionalen und bilateralen Initiativen mit dem Abbau der Beschränkungen für Direktinvestitionen. Die Bemühungen insbesondere der OECD-Länder waren in der Regel dadurch geprägt, Kapitalverkehrsfreiheit zu fördern und Restriktionen abzubauen. Weltweit wurden in den letzten zehn Jahren durchschnittlich etwa 170 Regulierungsänderungen pro Jahr zugunsten der Direktinvestitionsfreiheit vorgenommen, während Beschränkungen im Durchschnitt nur in etwa 20 Fällen zu verzeichnen waren (UNCTAD, 2007). Am aktuellen Rand lässt sich allerdings eine Zunahme von Maßnahmen zur Abschottung feststellen.

Neben multilateralen Abkommen gibt es eine Vielzahl regionaler, sektoraler und bilateraler Abkommen, die auf den Zu- und Abfluss von Direktinvestitionen einen Einfluss ausüben. Im Rahmen

**multilateraler Investitionsabkommen** sollen die Rahmenbedingungen des internationalen Kapitalverkehrs für eine große Anzahl an Ländern vereinheitlicht und verbessert werden. Besonders erstrebenswert wäre ein MAI (*Multilateral Agreement on Investment*), um dessen Etablierung sich die OECD lange Zeit bemühte. Die OECD kann als einer der wichtigsten Akteure für die Verhandlung internationaler Investitionsregelungen betrachtet werden, verantwortlich ist vor allem das *OECD Investment Committee*. Der *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* ist ein multilateraler Rahmen für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und regelt neben reinen Finanzinvestitionen auch die ausländischen Direktinvestitionen. Die *OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises* bezweckt mittels einer Reihe von Verhaltensregeln eine Gleichbehandlung nationaler, multinationaler und ausländischer Unternehmen sowie eine Erleichterung internationaler Verflechtungen durch den Abbau widersprüchlicher oder restriktiver Anforderungen an multinationale Unternehmen (Steyt, 2006). Weitere internationale Abkommen, die den internationalen Kapitalverkehr regeln, sind beispielsweise: TRIMS (*Agreement on Trade Related Investment Measures*), eine Vereinbarung zum Abbau investitionsfeindlicher Maßnahmen wie nationaler Mindestanteile; GATS (*General Agreement on Trade in Services*), eine Vereinbarung zur Liberalisierung der Dienstleistungsmärkte, die Regelungen zur Erleichterung von Handel und Investitionen bietet; TRIPS (*Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights*), ein umfangreiches multilaterales Abkommen, welches den Bereich der Schutzrechte abdeckt. Viele **regionale Integrationsabkommen** beinhalten Regelungen zur Kapitalverkehrs- und Investitionsfreiheit. Als fortschrittlichste regionale Organisation die Deregulierung zwischenstaatlicher Verflechtungen betreffend wird die EU angesehen. Hier besteht ein weitgehend freier Verkehr von Kapital, Gütern, Personen und Dienstleistungen. Doch nicht nur zwischen den Mitgliedstaaten herrscht ein hoher Liberalisierungsgrad, gegenüber Drittstaaten wird ebenfalls ein vergleichbarer Offenheitsgrad angestrebt. Zudem bestehen mit anderen Ländern oder regionalen Organisationen bilaterale Abkommen. Als Beispiele sind die ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*), einige EMAA-Staaten (*Euro-Mediterranes Assoziierungsabkommen*), ACP-Länder (*African Caribbean Pacific*) und der Mercosur (*Mercado Común del Sur/Gemeinsamer Markt des Südens*) zu nennen. Die NAFTA (*North American Free Trade Agreement*) fordert explizit die Nicht-Diskriminierung von Investoren aus einem Mitgliedsland. In den Vereinigten Staaten gibt es des Weiteren die OAS (*Organization of American States*), welche mit Hilfe der FTAA (*Free Trade Area of the Americas*) die Freiheit von Handel und Investitionstätigkeit ihrer Mitgliedsländer sichert. Die EFTA (*European Free Trade Association*) regelt den freien Kapitalverkehr nicht nur unter den Mitgliedstaaten Island, Norwegen, Schweiz und Liechtenstein, sondern zudem mit einigen Drittländern, beispielsweise Singapur. Vor allem in letzter Zeit spielt die Kooperation von Entwicklungsländern beziehungsweise Schwellenländern untereinander eine zunehmende Rolle (zum Beispiel: ASEAN, CAD (*Comunidad Andina de Naciones, Andenpakt*), CARICOM (*Caribbean Community and Common Market*), Mercosur und viele mehr) (UNCTAD, 2006). Die häufigste Form von Regelungen der Kapitalverkehrsfreiheit sind **bilaterale Vereinbarungen**. Deutschland beispielsweise hatte zum 1. Juni 2006 Abkommen mit 133 Ländern unterzeichnet, von denen 116 bereits in Kraft getreten waren. Eine Reihe dieser Vereinbarungen datiert auf den Beginn der 1960er Jahre, das älteste gar auf das Jahr 1959 (Pakistan) (UNCTAD, 2007). Doppelbesteuerungsabkommen können im weiteren Sinn ebenso zu den bilateralen Investitionsabkommen gezählt werden, Anfang 2007 bestanden solche zwischen Deutschland und 104 Staaten.

**598.** Die OECD berechnet einen aggregierten Indikator der Investitionsbeschränkungen, in dem Investitionshemmnisse nicht nur gezählt, sondern zusätzlich gewichtet werden. Die Gewichtung berücksichtigt, dass einige Hindernisse gravierendere Folgen als andere haben. Beispielsweise stellen Eigentumsbeschränkungen und Genehmigungspflichten höhere Hürden dar als Regulierungen über den Anteil heimischer und ausländischer Arbeitskräfte. Zudem erlaubt dieser Indikator eine Differenzierung der Auflagen für Direktinvestitionen nach spezifischen Sektoren. Die am stärksten beschränkten Sektoren sind die Energie-, Transport- und Telekommunikationsindustrie sowie das Finanzwesen. Doch selbst diese Sektoren, die oftmals aus Sicherheitsgründen von einer Liberalisierung der Märkte ausgenommen wurden, weisen eine deutliche Deregulierungstendenz auf (Schaubild 86, Seite 394).

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.

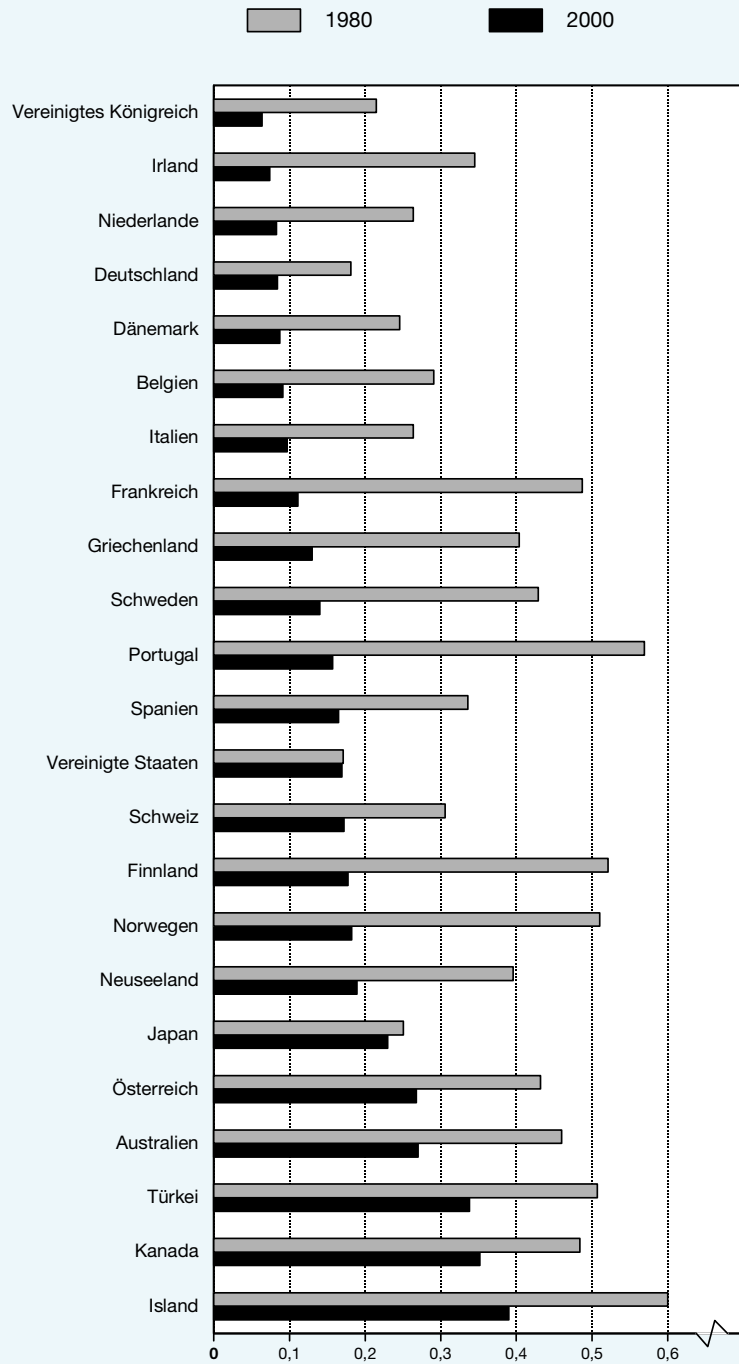
Ein möglicher Einwand könnte sein, dass sich das deutsche Interesse insofern gewandelt hat, als dass nun neue Akteure auf den internationalen Kapitalmärkten, insbesondere ausländische Staatsfonds, aufgetreten sind.

### 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 <sup>1)</sup>



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 2007<sup>1)</sup>

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)
<b>Zusammen</b>		<b>3 186,2</b>		

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

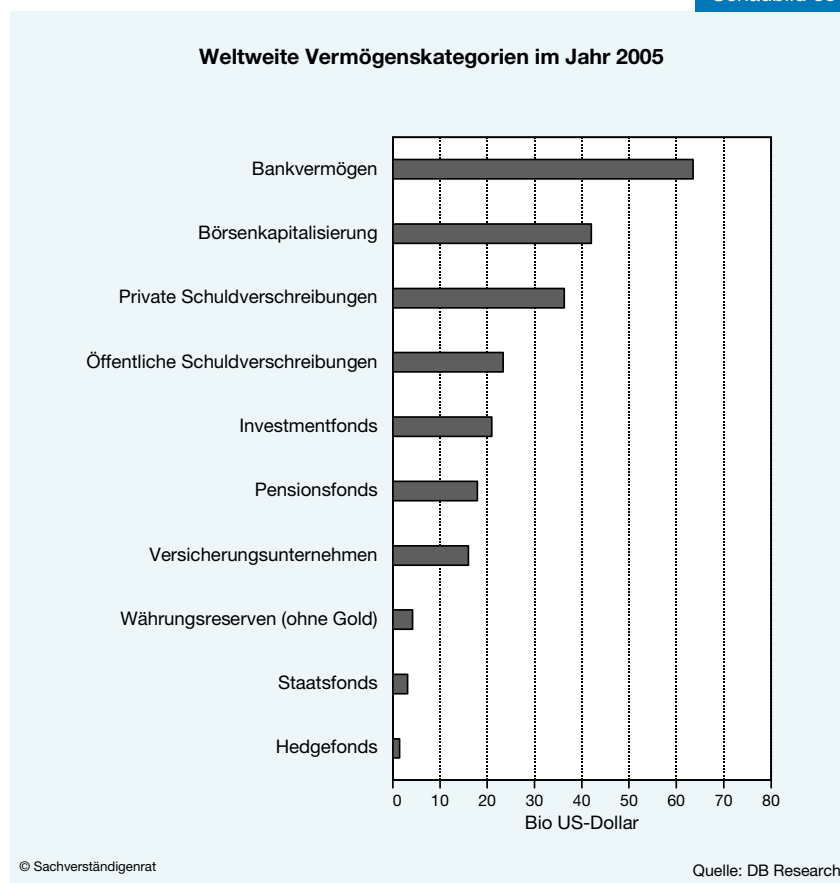
Quelle: DB Research

**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

durch Sonderregeln geltend machen wollen, sind sie gehalten, die vom EG-Vertrag dafür gesetzten Grenzen zu beachten.

**611.** Die **Rüstungsindustrie** bildet in diesem Zusammenhang die Ausnahme, die die Regel bestätigt. Nach Artikel 296 EG-Vertrag kann jeder Mitgliedstaat die seines Erachtens für die Wahrung seiner Sicherheitsinteressen notwendigen Maßnahmen ergreifen, soweit sie die Erzeugung von Waffen, Munition und Kriegsmaterial oder den Handel damit betreffen. Diese Bestimmung ist der Grund dafür, dass die in § 7 Absatz 2 Nr. 5 des deutschen Außenwirtschaftsgesetzes vorgesehene Möglichkeit der staatlichen Beschränkung des Erwerbs von Unternehmen der Rüstungsindustrie oder Beteiligungen an solchen Unternehmen nicht im Widerspruch zum EG-Vertrag steht. Dass die Erzeugung von Waffen, Munition und Kriegsmaterial und der Handel damit ausdrücklich von den Beschränkungen der mitgliedstaatlichen Souveränität durch den EG-Vertrag ausgenommen sind, bedeutet allerdings auch, dass die für die Rüstungsindustrie geltenden Bestimmungen nicht ohne weiteres auf Unternehmen anderer Wirtschaftszweige ausgedehnt werden können, für die es eine solche vertragliche Ausnahmebestimmung nicht gibt. Äußerungen im politischen Raum, man solle doch einfach die für die Unternehmen der Rüstungsindustrie geltenden Regeln auf andere Unternehmen von strategischer Bedeutung ausdehnen, verkennen diesen Unterschied der europarechtlichen Rahmenbedingungen.

**612.** Von den in **Artikel 58 EG-Vertrag** genannten Ausnahmen von der Kapitalverkehrsfreiheit ist im gegenwärtigen Zusammenhang vor allem die in Absatz 1 (b) genannte Möglichkeit von Interesse, dass die Mitgliedstaaten „Maßnahmen ... ergreifen, die aus Gründen der **öffentlichen Ordnung und Sicherheit** gerechtfertigt sind“. Der Begriff der öffentlichen Ordnung und Sicherheit wird, wie bereits erwähnt, vom Europäischen Gerichtshof **eng ausgelegt**. Rein wirtschaftliche Belange oder Ziele der Wirtschaftspolitik fallen nach Auffassung des Gerichtshofs nicht darunter. Dies zeigt ein Verfahren gegen Portugal, das im Zusammenhang mit der Privatisierung von Staatsunternehmen Beschränkungen für Beteiligungen ausländischer Investoren an bestimmten Unternehmen einführen wollte. Die mit dieser Beschränkung verfolgten Ziele – die Einflussnahme auf die Wahl der strategischen Partner der Unternehmen, die Stärkung wettbewerblicher Strukturen in den Märkten und die Verbesserung der Effizienz – wurden nicht als Gründe der öffentlichen Ordnung und Sicherheit im Sinne des Artikel 58 EG-Vertrag anerkannt. Die Sicherheit der Energieversorgung eines Landes dagegen kann einen solchen Grund darstellen, „da nicht nur das Funktionieren seiner Wirtschaft, sondern vor allem auch das seiner Einrichtungen und seiner wichtigen öffentlichen Dienste und selbst das Überleben seiner Bevölkerung“ davon abhängen. Hier stellt das Gericht ausdrücklich darauf ab, dass das Interesse an einer Mindestversorgung mit Energie „über Erwägungen rein wirtschaftlicher Art“ hinausgeht (Rechtssache 72/83).

**613.** Der Begriff der Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit wird vom Gericht extensiv ausgelegt. Da der Vertrag selbst diesen Begriff nicht weiter spezifiziert, greift der Europäische Gerichtshof regelmäßig auf die im Anhang zur Kapitalverkehrs-Richtlinie von 1988 enthaltene Nomenklatur zum Kapitalverkehr zurück. Darin wird der Erwerb von Aktienpaketen, die dem Erwerber die Möglichkeit geben, an der Verwaltung oder Kontrolle eines Unternehmens teilzuhaben, den Direktinvestitionen zugerechnet. Nach Auffassung des Gerichts ergibt sich hieraus, dass eine staat-

liche Beschränkung dieser Möglichkeit der Teilhabe an Verwaltung und Kontrolle den potenziellen Erwerber entmutigt und somit als Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit zu betrachten ist.

**614.** Wenn eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch einen Mitgliedstaat durch die Ausnahmeklausel des Artikel 58 EG-Vertrag gerechtfertigt werden soll, so besteht das Gericht darauf, dass die betreffende Maßnahme dem Verhältnismäßigkeitsprinzip genügt: Sie muss für den genannten Zweck geeignet sein, und sie darf nicht über das hinausgehen, was zum Erreichen dieses Zwecks erforderlich ist. Für Unternehmen außerhalb des Rüstungssektors ergeben sich daher **folgende Grundregeln** aus der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs:

- Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit durch mitgliedstaatliche Sonderregeln über die Beteiligung an bestimmten Unternehmen sind nicht grundsätzlich ausgeschlossen, sondern können zur Wahrung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit eingesetzt werden. Jedoch ist dieser Begriff eng auszulegen. Rein wirtschaftliche oder wirtschaftspolitische Ziele genügen nicht, auch nicht ein allgemeiner Verweis auf die Ziele staatlicher Politik. Für das spezifische Ziel einer Sicherung der Energieversorgung dagegen kann die Kapitalverkehrsfreiheit unter Umständen beschränkt werden.
- Sonderregeln müssen für die Wahrung des angegebenen öffentlichen Interesses geeignet, notwendig und verhältnismäßig sein. Es darf nicht der Fall sein, dass das betreffende öffentliche Interesse genauso gut durch andere, die Kapitalverkehrsfreiheit nicht verletzende Eingriffe wahrgenommen werden könnte. Zu denken ist insbesondere an Eingriffe der sektorspezifischen Regulierung zur Durchsetzung des öffentlichen Interesses in den Netzindustrien und an die wettbewerbsrechtliche Fusionskontrolle zur Durchsetzung des öffentlichen Interesses an wettbewerblichen Marktstrukturen.
- Die Sonderregeln dürfen nicht diskriminatorisch angewandt werden. Untersagt ist insbesondere eine unterschiedliche Behandlung von Inländern und Ausländern, ferner eine unterschiedliche Behandlung von privaten und öffentlichen Unternehmen.
- Die Sonderregeln und der Modus ihrer Anwendung müssen transparent und justiziabel sein; auf keinen Fall dürften vage Formulierungen eine willkürliche Anwendung erlauben.

**615.** In den vom europäischen Gerichtshof entschiedenen Fällen ging es um folgende Arten von Sonderregeln:

- Beschränkungen ausländischer Beteiligungen an bestimmten Arten von Unternehmen (Portugal);
- Genehmigungspflichten für das Überschreiten von kritischen Anteilsschwellen bei bestimmten Arten von Unternehmen (Frankreich);
- Staatliche Vetorechte bei strategisch bedeutsamen Entscheidungen bestimmter Arten von Unternehmen (Frankreich, Italien, Spanien, Vereinigtes Königreich),
- Staatliche Vetorechte bei bestimmten Veräußerungen von Kapitalanteilen (Frankreich, Vereinigtes Königreich);
- Staatliche Vetorechte bei Entscheidungen über den Transfer bestimmter, für die Energieversorgung wichtiger technischer Installationen (Belgien);
- Stimmrechtsbeschränkungen für private oder für ausländische öffentliche Anteilseigner (Vereinigtes Königreich, Italien).

Zu den Unternehmen gehörten unter anderem eine Erdölgesellschaft in Frankreich (Elf Aquitaine), verschiedene Elektrizitäts- und Gasversorger in Belgien und Italien, die spanische Telefongesellschaft, die für die britischen Flughäfen zuständige British Airports Authority, mithin Unternehmen, wie sie regelmäßig in der deutschen Diskussion genannt werden.

**616.** In allen bisherigen Verfahren außer dem gegen Belgien hat der Europäische Gerichtshof der Europäischen Kommission Recht gegeben und die jeweilige mitgliedstaatliche Vorschrift für unvereinbar mit dem Gemeinschaftsrecht erklärt. Im belgischen Fall ging es um *Golden Shares* des Staates in den Unternehmen Société Nationale de Transport par Canalisations und Société de Distribution du Gaz. Der Begriff *Golden Shares* bezeichnet ganz allgemein Bestimmungen, die besondere, über die Rechte gewöhnlicher Anteilseigner weit hinausgehende Befugnisse verleihen, beispielsweise Vetorechte oder die Möglichkeit, eigene Vertreter in Leitungsgremien des Unternehmens zu entsenden. Konkret sah das belgische Gesetz vor, dass die betroffenen Unternehmen den zuständigen Minister im Vorhinein über jeden vorgesehenen Besitzerwechsel bei ihren Netzen unterrichten müssten und dieser dann Einspruch erheben könnte. Ferner gab das Gesetz dem Minister die Befugnis, zwei Vertreter in die Leitungsgremien der Unternehmen zu senden, auf deren Vorschlag er Beschlüsse dieser Gremien, die der nationalen Energiepolitik zuwiderliefen, annullieren könnte. Das Gericht beurteilte diese Regelungen als restriktiv, akzeptierte sie aber dennoch aufgrund folgender Argumente:

- Es gab keine Genehmigungspflicht, sondern nur ein staatliches Einspruchsrecht, dessen Wahrnehmung an klare Regeln, insbesondere hinsichtlich der zu wählenden Fristen gebunden war.
- Die staatlichen Einspruchsrechte bezogen sich nur auf bestimmte Arten von Entscheidungen über bestimmte Vermögenswerte, nämlich die Netze, nicht aber auf die Unternehmenspolitik insgesamt.
- Die betroffenen Unternehmen konnten gegen die Wahrnehmung der staatlichen Einspruchsrechte durch den Minister die Gerichte anrufen.

**617.** Dagegen lehnte der Europäische Gerichtshof die *Golden Shares* von Frankreich und dem Vereinigten Königreich bei Elf Aquitaine und der British Airports Authority ab. Frankreich hatte vorgetragen, die *Golden Shares* sei erforderlich, um sicherzustellen, dass die Elf Aquitaine gehörenden Erdölreserven im Ausland gegebenenfalls für die französische Energieversorgung zur Verfügung ständen. Der Europäische Gerichtshof akzeptierte das Anliegen als solches, monierte aber, dass die für den Erwerb kritischer Anteile an Elf Aquitaine und für bestimmte Transaktionen vorgesehenen Genehmigungspflichten nicht genau auf diesen Zweck zugeschnitten waren und dass die vorgesehenen Genehmigungsverfahren zu wenig Schutz gegenüber willkürlicher und missbräuchlicher Ausübung der staatlichen Sonderrechte boten. Aus demselben Grund verwarf der Gerichtshof im Jahr 2003 die *Golden Shares* des Vereinigten Königreichs bei der *British Airports Authority*.

**618.** In Anbetracht dieser Präzedenzfälle ist damit zu rechnen, dass jeglicher Versuch, den Erwerb von Anteilen ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen einer Genehmigungspflicht zu unterwerfen oder die Einflussnahme ausländischer Investoren auf deutsche Unternehmen durch



*Golden Shares* oder durch eine Genehmigungspflicht für strategisch wichtige Entscheidungen zu beschränken, vom Europäischen Gerichtshof verworfen werden wird. Geht es darum, ein Technologieunternehmen im Land zu halten, das als Wachstumsgarant gesehen wird, so wird der Europäische Gerichtshof ausführen, dass rein wirtschaftliche Belange keine Ausnahme von den Grundfreiheiten begründen. Dasselbe Argument wird zu hören sein, wenn man mit solchen Mitteln sicherstellen möchte, dass die von einem Flughafen ausgehenden Multiplikatorwirkungen für die Wirtschaftstätigkeit in der Umgebung nicht durch ausländische Einflussnahme zerstört werden. Die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs geht davon aus, dass der einzelne Mitgliedstaat solche Belange geltend machen kann, solange er kraft eigener Eigentumsrechte die Kontrolle an dem betreffenden Unternehmen besitzt, dass er sich aber dieser Möglichkeit begibt, wenn er das Unternehmen privatisiert. Daher spielte das Gemeinwohlinteresse an der Infrastrukturfunktion der Flughäfen bei der Beurteilung der *Golden Shares* des Vereinigten Königreichs bei der British Airports Authority überhaupt keine Rolle. Die British Airports Authority ist im Jahr 2006, drei Jahre nach dem Urteil des Europäischen Gerichtshofs, von dem spanischen Unternehmen Ferrovial übernommen worden. In Anbetracht dieses Präzedenzfalls ist kaum vorstellbar, dass ein deutscher Versuch zum Schutz etwa der Fraport AG vor einer Übernahme aus dem Ausland vor dem Europäischen Gerichtshof Bestand hätte.

**619.** Derzeit läuft eine Reihe weiterer Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof. Eine Entscheidung ist in der aus deutscher Sicht besonders wichtigen Klage der Europäischen Kommission gegen die Bundesrepublik Deutschland wegen der *Golden Shares* für Niedersachsen und den Bund wegen der Stimmrechtsbeschränkungen für andere Anleger im so genannten VW-Gesetz (Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand) im Oktober 2007 gefallen. Wie erwartet, ist dabei der Europäische Gerichtshof seinen bisherigen Ansichten über *Golden Shares* und staatlich verordneten Stimmrechtsbeschränkungen treu geblieben und hat die beiden Sonderregelungen im VW-Gesetz für ungültig erklärt.

Aus deutscher Sicht ist weiterhin das Vertragsverletzungsverfahren von Interesse, das die Europäische Kommission gegen Spanien angestrengt hat, da die von Spanien im Zuge der Auseinandersetzungen um das Übernahmeangebot der E.ON AG für den spanischen Energieversorger Endesa verabschiedeten Schutzregeln gegen Artikel 56 des EG-Vertrages verstoßen. In Deutschland wird bei der Aussage „die anderen machen das ja auch“ gerne auf dieses Beispiel verwiesen. Jedoch ist davon auszugehen, dass die spanischen Regeln rechtlich nicht von Bestand sein werden.

**620.** Im Übrigen ist bei der Aussage „**die anderen machen das ja auch**“ darauf hinzuweisen, dass der Europäische Gerichtshof wiederholt festgestellt hat, dass ein Mitgliedstaat die Erfüllung seiner Pflichten aus dem EG-Vertrag nicht mit der Begründung ablehnen kann, dass ein anderer Mitgliedstaat seiner entsprechenden Verpflichtung auch nicht nachkomme. Der Europäische Gerichtshof hat dies insbesondere im Hinblick auf die Grundfreiheiten, darunter die Kapitalverkehrsfreiheit, immer wieder betont.

Im Hinblick auf die hiesige Diskussion zum Thema Ausländische Staatsfonds ist das von der Europäischen Kommission und dem Europäischen Gerichtshof immer wieder hervorgehobene **Ver-**

**bot der Diskriminierung** von besonderer Bedeutung. Sowohl das Wort „Ausländisch“ als auch das Wort „Staatsfonds“ enthalten Elemente der Diskriminierung. Im Verfahren der Europäischen Kommission gegen Italien hat der Europäische Gerichtshof erklärt, sofern nicht überzeugende sachliche Gründe genannt würden, dürfe der Mitgliedstaat nicht zwischen privaten Investoren und ausländischen öffentlichen Investoren unterscheiden. Eine verschiedene Behandlung von Anlegern oder Anlagegesellschaften in einigen Mitgliedstaaten der Europäischen Union ist europarechtlich ohnehin unzulässig. Eine unterschiedliche Behandlung von Anlegern oder Anlagegesellschaften mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union und Anlegern oder Anlagegesellschaften mit Sitz in einem dritten Land ist nach Artikel 56 EG-Vertrag ebenfalls verboten, kann aber nach Artikel 57 Absatz 1 EG-Vertrag erlaubt sein, wenn es die entsprechenden Regeln schon am 31. Dezember 1993 gab. Ansonsten könnte auch nach Artikel 57 Absatz 2 EG-Vertrag der Rat auf Vorschlag der Europäischen Kommission solche Regeln beschließen; dazu bedürfte es allerdings der Einstimmigkeit.

**621.** Jeglicher Versuch eines Mitgliedstaats oder der Europäischen Union insgesamt, die Tätigkeit von Anlegern oder Anlagegesellschaften mit Sitz in einem Drittland zu beschränken, muss der Möglichkeit Rechnung tragen, dass die betreffenden Anleger oder Anlagegesellschaften zum Zweck der Anlage von Mitteln in der Europäischen Union eine **Tochtergesellschaft** als juristische Person in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union gründen. Nach dem Wortlaut des Artikel 48 EG-Vertrag wäre diese Gesellschaft wie eine natürliche Person zu behandeln, die Angehörige des betreffenden Mitgliedstaats ist. Insofern käme sie voll in den Genuss des Diskriminierungsverbots des EG-Vertrages, und der Versuch, die Tätigkeit dieser Anleger in dem betreffenden Mitgliedstaat oder der Europäischen Union als Ganzes zu beschränken, würde unterlaufen.

Ein von Frankreich im Dezember 2005 erlassenes Dekret zur Genehmigungspflicht für ausländische Beteiligungen an Unternehmen, die in elf einzeln spezifizierten, für die öffentliche Ordnung, öffentliche Sicherheit oder Landesverteidigung wichtigen Sektoren tätig sind, sieht – unter Berufung auf Artikel 57 Absatz 1 EG-Vertrag – eine unterschiedliche Behandlung von Angehörigen anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union und Angehörigen von Drittländern vor und ordnet dabei die in der Europäischen Union angesiedelten juristischen Personen mit Eigentümern in Drittländern den letzteren zu. Die Europäische Kommission hat geltend gemacht, dass sie diese Regelung als Verletzung von Artikel 43 des EG-Vertrages ansieht, und prüft derzeit die Einleitung eines Vertragsverletzungsverfahrens gegen Frankreich.

## Fazit

**622.** Aus den vorstehenden Überlegungen sind folgende Schlüsse zu ziehen:

- Allgemeine Genehmigungspflichten sind zumeist nicht europarechtskonform.
- Spezielle Melde- und Genehmigungspflichten, die bestimmte Unternehmen und bestimmte Maßnahmen betreffen, die für die öffentliche Ordnung und Sicherheit von Bedeutung sind, können möglicherweise mit dem Europarecht vereinbar sein, sofern sie eindeutig, eng definiert und justiziabel sind.



- Der Schaffung maßgeblicher Mitwirkungsrechte in Unternehmen bei weitgehender Aufgabe der Eigentümerposition (*Golden Shares*) sind zu Recht enge Grenzen gesetzt.
- Ein auf mitgliedstaatlicher Ebene unternommener Versuch, zwischen verschiedenen Investoren nach ihrer Herkunft zu diskriminieren, ist problematisch. Wenn die Bundesregierung und der Gesetzgeber die Beteiligung von Investoren aus Drittländern an Unternehmen in Deutschland beschränken wollten, so könnten sie dies auf praktikable Weise am ehesten im europäischen Verbund erreichen und zwar aufgrund eines einstimmigen Ratsbeschlusses. Selbst bei einem solchen Vorgehen bliebe es aber schwierig, ein Unterlaufen von Beteiligungsbeschränkungen über Artikel 48 EG-Vertrag, das heißt durch die Zwischenschaltung von bereits innerhalb der Europäischen Union domizilierten Tochtergesellschaften, zu verhindern.

Die Analyse des rechtlichen Rahmens hat gezeigt, dass das Europarecht eine hohe Messlatte für Abweichungen von der Kapitalverkehrsfreiheit auflegt, indem Sonderregeln eng definiert sein und objektiven und justiziablen Kriterien folgen müssen. Dies spiegelt die ökonomische Perspektive, in der ebenfalls eine präzise Begründung für Eingriffe des Staates in die Eigentums- und Kontrollrechte erforderlich ist, wider.

## V. Ökonomische Begründungen für Eingriffe

**623.** Grundsätzlich sind in einer freiheitlichen Ordnung Privatpersonen und private Unternehmen frei, ihre Entscheidungen nach eigenem Ermessen zu treffen. Solange sie die rechtlichen Rahmenbedingungen respektieren, sind sie keiner staatlichen Instanz rechenschaftspflichtig, insbesondere nicht für den materiellen Gehalt ihrer Entscheidungen. Diese Entscheidungsautonomie von Privatpersonen und privaten Unternehmen umfasst die Übertragung von Eigentum und Kontrolle an Vermögensgegenständen und an Unternehmensbeteiligungen oder Unternehmen. Staatliche Beschränkungen der Übertragung von Unternehmensanteilen beziehungsweise der mit dem Eigentum an Unternehmensanteilen verbundenen Kontrollrechte beschneiden diese Entscheidungsautonomie. Die im Grundgesetz fixierte Sozialpflichtigkeit privaten Eigentums lässt solche Beschränkungen grundsätzlich zu. Jedoch müssen sie dem **Gemeinwohl** dienen.

**624.** Aus ökonomischer Perspektive stellen Gemeinwohlinteressen, die wegen eines Marktversagens verletzt werden, Gründe für staatliche Eingriffe dar. Im vorliegenden Zusammenhang ist somit zu fragen, welche Gemeinwohlinteressen beispielsweise beim Verkauf eines größeren Anteils an einem Großunternehmen an einen chinesischen Staatsfonds – oder an irgendeinen anderen ausländischen Investor – betroffen wären. Betroffenheit über den Ausverkauf „unserer“ Unternehmen genügt nicht.

In diesem Zusammenhang ist zwischen **unternehmensspezifischen Gemeinwohlinteressen** und allgemeinen Gemeinwohlinteressen zu unterscheiden. Unternehmensspezifische Gemeinwohlinteressen sind solche, die aus der spezifischen Tätigkeit eines Unternehmens entstehen. Sie können sich einerseits aus dem spezifischen Vermögen (oder der Tätigkeit) eines bestimmten Unternehmens ergeben (öffentliche Interessen an der Daseinsvorsorge), etwa dem Leitungsnetz eines Energieversorgers, einem Hafens oder dem Schienennetz der Deutschen Bahn. Andererseits könnten unternehmensspezifische Gemeinwohlinteressen auch im Rahmen einer aktiven Industriepolitik

und der Schaffung „Nationaler Champions“ vorliegen, bei denen es um die Förderung und den Schutz bestimmter Branchen geht. Im folgenden ersten Unterabschnitt werden zunächst diese beiden Gemeinwohlformen behandelt.

**Allgemeine Gemeinwohlinteressen** sind demgegenüber solche, die sich auf alle Unternehmen gleichermaßen beziehen, und zwar unabhängig von deren jeweiligem Betätigungsfeld. Im Kontext der Beteiligung ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen und der staatlichen Regulierung solcher Aktivitäten sind hier drei Aspekte zu nennen: erstens die Kapitalverkehrsfreiheit, die durch eine Regulierung zumindest partiell eingeschränkt wird; zweitens das Interesse Deutschlands als Standort von Unternehmen, das insbesondere durch eine Verlagerung im Anschluss an eine Übernahme betroffen ist; und drittens das Verhältnis von Anteilseignern und Unternehmensleitung, dessen angemessene Balance mit dem Auftreten ausländischer Finanzinvestoren infrage gestellt sein mag. Diese drei Aspekte sind Gegenstand des zweiten Unterabschnitts.

## 1. Unternehmensspezifische Gemeinwohlinteressen

### Öffentliche Interessen an der Daseinsvorsorge

**625.** Etliche Unternehmen verfügen über **spezifische Vermögensgegenstände** oder üben **spezifische Tätigkeiten** aus, die für die Funktionsfähigkeit des Staates von Bedeutung sind. Als Beispiele wären zu nennen:

- die im vorstehenden Abschnitt als Ausnahme vom europäischen Regelwerk genannten Unternehmen der Rüstungsindustrie oder allgemeiner, alle Unternehmen, deren Tätigkeit von Belang für die öffentliche Sicherheit ist;
- die großen Netzinfrastrukturen der Energiewirtschaft, der Bahn, der Post und der Telekommunikation, die als unabdingbare Grundlage für die betreffenden Transport- und Kommunikationsleistungen anzusehen sind;
- die Speicher und Lagerbestände der Energiewirtschaft als Maßnahmen zum Schutz der Versorgungssicherheit;
- die Bedeutung der von den Unternehmen des Finanzsektors gewählten Anlagestrategien für die Stabilität des Finanzsystems;
- die Mitwirkung der Unternehmen des Finanzsektors bei der Bekämpfung von Geldwäsche und anderen Formen des organisierten Verbrechens.

**626.** Eine allgemein anwendbare, abstrakte Charakterisierung oder Klassifizierung solcher Vermögensgegenstände, Tätigkeiten und Unternehmen ist weder sinnvoll noch praktikabel. Sie ist nicht sinnvoll, weil sowohl die betroffenen öffentlichen Interessen als auch die jeweils relevanten privatwirtschaftlichen Aktivitäten sehr heterogen sind. Sie ist nicht praktikabel, weil Bundesregierung und Gesetzgeber frei sind, über eine solche abstrakte Klassifizierung hinauszugehen und neue „Problemfälle“ aufzugreifen.

Der EG-Vertrag versucht ebenfalls nicht, „Maßnahmen, die aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit erforderlich sind“ (Artikel 58) oder „Unternehmen, die mit Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichen Interesse betraut sind“ (Artikel 86) abstrakt zu definieren. Er überlässt es vielmehr den Mitgliedstaaten, ihre Maßnahmen und ihre Unternehmen einzuordnen, gibt dann aber der Europäischen Kommission und den Gerichten die Kompetenz, zu entscheiden, ob und inwiefern eine solche Einordnung eine Ausnahme von den Regeln des Vertrags, insbesondere den Grundfreiheiten und den Wettbewerbsregeln, rechtfertigt.

### *Staatliche Regulierung oder eigentumsrechtliche Kompetenzen?*

**627.** Der Staat besitzt **vielfältige Möglichkeiten**, das öffentliche Interesse geltend zu machen, ohne die Eigentumsverhältnisse und Kontrollstrukturen bei den betreffenden Unternehmen zur Diskussion zu stellen. So wird die Ausbeutung der wirtschaftlichen Macht, die mit der Kontrolle der Netzinfrastrukturen als natürliche Monopole verbunden ist, über die sektorspezifische Regulierung des Zugangs zu diesen Infrastruktureinrichtungen eingeschränkt. Für die Mitwirkung der Banken beim Erhalt der Finanzstabilität sorgen aufsichtsrechtliche Vorschriften und deren Überwachung durch die Finanzaufsicht. Die Mitwirkung der Banken bei der Bekämpfung von Geldwäsche und anderen Formen des organisierten Verbrechens wird ebenfalls über die entsprechenden Rechtsvorschriften geregelt.

**628.** Eigentumsverhältnisse und Kontrollkompetenzen sind dort zur Diskussion zu stellen, wo staatliche Regulierung und Aufsicht nicht oder nur unzureichend greifen. Dies ist ein Grund dafür, dass die staatliche Wettbewerbspolitik sich nicht auf eine Verhaltenskontrolle mittels der Missbrauchsaufsicht über marktbeherrschende Unternehmen beschränkt, sondern im Rahmen der Zusammenschlusskontrolle das Entstehen marktbeherrschender Stellungen selbst zu verhindern oder auf die Fälle zu beschränken sucht, wo diese Stellung der eigenen, im Wettbewerb erbrachten Leistung des Unternehmens zu verdanken ist.

Überall dort, wo die relevanten Vorgänge zu kompliziert sind, als dass man sie durch hoheitliche oder vertragliche Vorschriften auf justiziable Weise regeln könnte, ist daran zu denken, dass man den staatlichen Belangen über die Regelung der Eigentumsverhältnisse und Kontrollkompetenzen zur Geltung verhilft. Im Extremfall geschieht dies dadurch, dass das betreffende Unternehmen als öffentliches Unternehmen in **staatlicher Regie** geführt wird. Liegen Eigentum und Kontrolle über die betreffenden Vermögenswerte unmittelbar beim Staat, so können die Vertreter des Staates die Gemeinwohlinteressen unmittelbar in die Gestaltung der unternehmerischen Entscheidungen einbringen. Diese Erwägung mag den Verfassungsgeber dazu veranlasst haben, mit der Festschreibung der Verantwortung des Bundes für das Schienennetz der Bahn in Artikel 87e Grundgesetz eine Eigentümerstellung des Bundes bei jeglichem Unternehmen vorzusehen, dem das Schienennetz gehört.

Die vorstehenden Erwägungen entsprechen der in der wirtschaftstheoretischen Literatur gängigen Unterscheidung zwischen vollständigen und unvollständigen Verträgen. Als vollständig sind dabei solche Verträge zu verstehen, in denen die Einzelheiten der Vertragsbeziehung, der Handlungspflichten und der Auszahlungsansprüche explizit und vollständig geregelt sind. In unvollständigen Verträgen dagegen werden nicht alle Einzelheiten der Vertragsbeziehung geregelt; stattdessen werden Entscheidungskompetenzen unter den Vertragspartnern verteilt, das heißt, es wird geregelt, wie Entscheidungen zur Fixierung von Einzelheiten zu treffen sind, wenn es einmal so weit ist. Da

diese Entscheidungen immer ein gewisses Ermessen enthalten, kommt es darauf an, wer berechtigt ist, dieses Ermessen auszuüben. Von besonderer Bedeutung ist die Zuweisung der Residualkompetenz für alle die Entscheidungen, für die explizit nichts anderes geregelt ist. Für einen Vermögensgegenstand liegt diese Residualkompetenz gewöhnlich beim Eigentümer. Ist der Eigentümer eine juristische Person, so liegt ein großer Teil der Residualkompetenz bei den Personen, die für die Geschäftsführung zuständig sind.

### ***Dilemma der Privatisierung von öffentlichen Unternehmen***

**629.** Bei der Privatisierung eines öffentlichen Unternehmens wird die Möglichkeit der staatlichen Einflussnahme im Rahmen von Ermessensentscheidungen deutlich verringert. Die Zuständigkeit für solche Entscheidungen geht an die Unternehmensleitung und die neuen Eigentümer über. Allerdings trägt der Staat auch nicht mehr die Verantwortung für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens.

Die verschiedenen Varianten des Instruments der *Golden Share* versuchen, bei privatisierten Unternehmen eine staatliche Kompetenz bei Ermessensentscheidungen zu erhalten, selbst wenn der Staat bei dem betreffenden Unternehmen wirtschaftlich nicht mehr engagiert ist. Es ist dies eine Art **Quadratur des Kreises**: Einerseits möchte man die Vorteile der Privatisierung genießen, Kostensenkungen, höhere Innovationsfreudigkeit, nicht zuletzt auch die Privatisierungserlöse für die Staatskasse, andererseits möchte man die Entscheidungskompetenzen eines Eigentümers nicht wirklich abgeben. Beides passt nicht zusammen.

**630.** Unsere Wirtschaftsordnung beruht darauf, dass Entscheidungskompetenzen und wirtschaftliche Betroffenheit grundsätzlich zusammengehören. Dieses Prinzip spricht dafür, dass man das betreffende öffentliche Unternehmen entweder gar nicht oder ohne *Golden Share* privatisiert. Eine *Golden Share* mit unternehmerischen Mitspracherechten ohne unternehmerische Verantwortung des Staates wäre problematisch. Sie würde die Beziehung zu den privaten Investoren belasten. Sie brächte ein Risiko schlechter unternehmerischer Entscheidungen mit sich. Daher ist die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs zu diesem Thema ökonomisch durchaus folgerichtig.

Soweit man es für richtig hält, einerseits das betreffende Unternehmen zu privatisieren, andererseits dem Staat und seinen Vertretern bestimmte Mitspracherechte vorzubehalten, sollte man darauf achten, dass diese Rechte auf die Entscheidungen beschränkt werden, die für die Wahrung der Gemeinwohlinteressen von Belang sind, und dass die Wahrnehmung dieser Rechte möglichst weitgehend justiziabel ist. Je stärker die Mitwirkung von Vertretern des Staates an Entscheidungen des Unternehmens einer *Rule of Law* unterworfen ist, desto geringer sind die Dysfunktionalitäten, die ansonsten von einem Auseinanderfallen von Entscheidungskompetenz und unternehmerischer Betroffenheit zu erwarten sind. Insofern ist die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs, etwa in der Unterscheidung zwischen den französischen und den belgischen Regeln, auch in diesem Punkt durchaus folgerichtig. Allerdings sollte in jedem Fall vorab geprüft werden, ob das öffentliche Interesse nicht auf andere Weise, ohne staatliche Mitwirkung an unternehmerischen Entscheidungen, wahrgenommen werden kann.

### *Spielt die Identität oder die Nationalität der Eigentümer eine Rolle?*

**631.** Die vorstehenden Ausführungen sagen nichts zur Identität der Eigentümer der zur Diskussion stehenden Vermögenswerte und Unternehmen. Ob es sich um Deutsche oder Ausländer, um Privatpersonen, private Unternehmen oder staatliche Unternehmen handelt, wird aus zwei Gründen nicht thematisiert. Zum einen dürfte es kaum möglich sein, in der Praxis auf justiziable Weise zwischen verschiedenen Typen von Eigentümern zu unterscheiden. Die zuvor geführte Diskussion über den Umgang mit juristischen Personen mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union, deren Kapitaleigner ihren Sitz in einem Land außerhalb der Europäischen Union haben, liefert ein Beispiel für die Abgrenzungsprobleme und Umgehungsmöglichkeiten, die sich ergeben, wenn man versucht, hier genau zu unterscheiden. In der Praxis dürften diese Probleme nur mit Schwierigkeiten zu bewältigen sein. Ähnliches gilt für die justiziable Identifizierung eines befürchteten Staatseinflusses bei einem ausländischen Investor, denn dieser weist nur einen losen Zusammenhang zur Rechtsform – Staatsfonds, klassische Staatsunternehmen, Privatunternehmen im Mehrheitseigentum des Staates – auf und hängt maßgeblich von komplexen, schwer greifbaren institutionell-rechtlichen und informellen Gegebenheiten des Herkunftslandes ab.

Zum anderen kommt es in der Sache kaum auf die Identität der Eigentümer an. Es geht vielmehr um das Problem, dass Entscheidungen und Tätigkeiten bestimmter Unternehmen Gemeinwohlinteressen berühren und dass diese Gemeinwohlinteressen bei vollständiger Privatautonomie dieser Unternehmen nur unzureichend berücksichtigt werden. Dieses Problem folgt aus der Entscheidung, die betreffenden Tätigkeiten nicht durch öffentliche Unternehmen durchführen zu lassen, sondern von privaten Unternehmen in der zum Privateigentum gehörenden Autonomie. Der dadurch entstehende Interessenkonflikt besteht **unabhängig von der Identität** des Eigentümers.

**632.** Gegenüber der mitunter vorgetragenen Vermutung, ein Unternehmen in deutscher Hand werde eher den deutschen Gemeinwohlinteressen Rechnung tragen als ein Unternehmen unter der Kontrolle eines ausländischen Staatsfonds, ist eine gewisse Skepsis angebracht. Ein privates Unternehmen verfolgt vor allem die privatwirtschaftlichen Ziele seiner Leitung. Wenn diese Ziele im Widerspruch zu einem Gemeinwohlinteresse stehen, ist nicht zu erwarten, dass das Gemeinwohlinteresse Vorrang vor den Eigeninteressen des Unternehmens hat.

Exemplarisch hierfür war das Verhalten der großen US-amerikanischen Erdölkonzerne im Winter 1973/74, als die OPEC die Ölpreise drastisch erhöht hatte und die arabischen Länder die Öllieferungen in die Vereinigten Staaten eingestellt hatten. In der Erwartung, dass die Regierung die Preise freigeben müsste, wenn die Warteschlangen vor den Tankstellen nur lang genug würden, ließen die Erdölkonzerne ihre noch auf dem Ozean befindlichen Riesentanker ihre Fahrt drosseln und steigerten so noch die Ölnappheit. Von der Preiserhöhung profitierten sie in einem solchen Maße, dass der amerikanische Bundesstaat Texas hin und wieder als heimliches Mitglied der OPEC bezeichnet wurde.

**633.** Die Vorstellung, dass ein deutscher Eigentümer eher dazu bewegt werden könne, dem deutschen öffentlichen Interesse Rechnung zu tragen als ein ausländischer, müsste sich letztlich darauf stützen, dass der Staat gegenüber einem deutschen Eigentümer mehr Möglichkeiten hat, Druck auszuüben, als gegenüber einem ausländischen. Jedoch ist fraglich, ob diese Art von Druck mit einer *Rule of Law* zu vereinbaren wäre, in der das Recht die Eigentümer vor **willkürlichen staatlichen Zugriffen** schützt und umgekehrt Staat und Politik nicht ohne weiteres die Möglichkeit



haben, ein ihren Interessen entsprechendes Verhalten der Eigentümer durch Entgegenkommen an anderer Stelle zu belohnen. Für die öffentliche Ordnung in Deutschland wäre es nicht zuträglich, wenn die Beziehungen zwischen dem Staat und den Unternehmen beziehungsweise den Eigentümern letztlich durch ein *do ut des* regiert würden, das sich auf informeller Ebene, außerhalb jeglicher parlamentarischer oder gerichtlicher Kontrolle, abspiele.

### *Das Beispiel Gazprom: Ein Fall für die wettbewerbsrechtliche Fusionskontrolle*

**634.** Das von Gazprom geäußerte Interesse an Beteiligungen bei Unternehmen, die beim Transport und der Verteilung von Gas in Deutschland tätig sind, weckt Unbehagen, weil solche Beteiligungen die Abhängigkeit der deutschen Energieversorgung von Gazprom noch vergrößern können. Man kann sich vorstellen, dass Gazprom die mit einem solchen Engagement verbundenen Einflussmöglichkeiten nutzt, um die Infrastrukturinvestitionen der deutschen Gaswirtschaft, soweit möglich auch die Kraftwerksinvestitionen der deutschen Stromwirtschaft, im eigenen Interesse zu beeinflussen. So wäre zu erwarten, dass ein Vertreter von Gazprom in einem deutschen Ferngasunternehmen wenig Interesse daran hätte, dass eine Regasifizierungsanlage zum Bezug von afrikanischem Flüssiggas aufgebaut würde und damit eine Alternative zu russischem Erdgas böte. Ein Vertreter von Gazprom in einem auch in der Stromerzeugung tätigen deutschen Unternehmen wird wenig Interesse daran haben, dass dieses Unternehmen sich bei der Entwicklung umweltunschädlicher Kohlekraftwerke engagiert und so dazu beiträgt, dass der Vorteil verschwindet, den Erdgas gegenüber Kohle aufgrund der relativ geringeren CO<sub>2</sub>-Emissionen genießt.

**635.** Bei näherem Hinsehen jedoch sind dies rein wettbewerbspolitische Erwägungen. Es ist zu befürchten, dass das Unternehmen Gazprom, das heute schon in der Belieferung von Deutschland mit Erdgas eine marktbeherrschende Stellung besitzt, diese Marktmacht durch Vorwärtsintegration in Transport und Verteilung zementiert und ausbaut. Solche Probleme der Zementierung von Marktmacht durch vertikale Integration sollten mit den Instrumenten der **Wettbewerbspolitik** bewältigt werden. Eine Beteiligung von Gazprom an einem deutschen Gastransporteur oder Gasverteiler würde die Marktmacht von Gazprom verstärken und sollte mit den Instrumenten des Wettbewerbsrechts ausgeschlossen werden.

**636.** Möglicherweise leistet das Wettbewerbsrecht in diesem Zusammenhang nicht ganz das, was es leisten sollte. Das aber sollte zunächst ein Anlass sein, das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) zu überdenken. In den Jahren 2000 bis 2003 beispielsweise konnten die Verbundunternehmen der deutschen Stromwirtschaft, vor allem E.ON und RWE, ihre jeweiligen Marktstellungen dadurch verstärken, dass sie etliche Beteiligungen an lokalen und regionalen Energieversorgern erwarben. Die wettbewerbsrechtliche Kontrolle dieser Entwicklung durch das Bundeskartellamt hatte zunächst mit erheblichen rechtlichen Schwierigkeiten zu kämpfen: Da man jeden Fall für sich sah, wurde der Gesamteffekt einer flächendeckenden Vorwärtsintegration nicht erfasst; überdies waren viele lokale Energieversorger so klein, dass sie unter die Bagatellgrenze des GWB fielen. Darüber hinaus war strittig, ob eine Beteiligung von 10 vH eines Verbundunternehmens an einem Stadtwerk überhaupt einen Zusammenschlusstatbestand darstellte. Angesichts dieser Entwicklung hatte die Monopolkommission in ihrem XIV. Hauptgutachten (2003) vorgeschlagen, solche Vorgänge kartellverfahrensrechtlich als Einheit zu erfassen und die Märkte entsprechend abzugrenzen, wenn das Verhalten der Unternehmen erkennen lasse, dass die einzelne

Beteiligung an einem lokalen oder regionalen Verteiler als integraler Bestandteil einer Gesamtstrategie der flächendeckenden Vorwärtsintegration anzusehen sei. Ein derartiger Ansatz könnte gegenüber Gazprom ebenfalls angebracht sein.

**637.** Außerdem ist im Fall Gazprom zu erwägen, wie in der Fusionskontrolle mit dem Umstand umzugehen ist, dass die Marktmacht dieses Gasproduzenten im Zeitverlauf zunehmen wird, da die Gasvorräte anderer Erzeuger (Vereinigtes Königreich, Niederlande, Norwegen) schneller erschöpft sein werden. Das GWB arbeitet mit dem Begriff der Marktbeherrschung zum Zeitpunkt der relevanten Entscheidung. Das mag für Sektoren angemessen sein, in denen es keinen Grund gibt, „natürliche“ Änderungen der Marktstruktur zu erwarten. Es ist jedoch problematisch bei erschöpfbaren Ressourcen wie Erdgas, Erdöl oder Uran, bei denen zum Zeitpunkt der Entscheidung über einen Unternehmenszusammenschluss schon absehbar ist, dass die derzeitigen Angebotsstrukturen sich verändern werden, da die Ressourcenbestände der verschiedenen Anbieter unterschiedlich groß sind. Es wäre sinnvoll, die Eingriffskriterien der Fusionskontrolle so zu verändern, dass man dieser Dynamik Rechnung tragen kann.

**638.** Gazprom ist ein **Staatsunternehmen**, das von der russischen Regierung zu staatspolitischen Zwecken eingesetzt werden kann. Die Fähigkeit der russischen Regierung, Gazprom zu solchen Zwecken zu benutzen, beruht auf der Marktmacht von Gazprom als Lieferant von Erdgas. Die Auseinandersetzungen um Gaslieferungen für die Ukraine und Weißrussland hatten ihre Ursache darin, dass Gazprom diesen Ländern aus politischen Gründen ursprünglich Vorzugspreise gewährt hatte und nunmehr, ebenfalls aus politischen Gründen, die Preise wieder mehr in die Nähe der Marktpreise bringen wollte. Die Ukraine und Weißrussland waren von den Gaslieferungen abhängig, weil es keinen anderen Anbieter gab, der ihnen Gas liefern konnte oder wollte, schon gar nicht zu den von Gazprom genannten Preisen. Das politische Problem ist insofern vor allem ein **Marktmachtproblem**. Aber an der Marktmacht, die Gazprom – und damit Russland – als Erzeuger von Erdgas hat, wird keine wirtschaftspolitische Maßnahme in Deutschland etwas ändern. Eine Verstärkung dieser Marktmacht durch Vorwärtsintegration in die deutsche Energiewirtschaft sollte mit wettbewerbsrechtlichen Mitteln zu verhindern sein.

**639.** Beteiligungen von Gazprom an anderen deutschen Unternehmen, zum Beispiel einem Unternehmen der Automobilwirtschaft, werden das Einflusspotenzial von Gazprom kaum erhöhen, soweit die betreffenden Unternehmen selbst wenig Marktmacht haben. Eine Übertragung der Marktmacht, die Gazprom als Gaserzeuger hat, auf die Marktstellung eines Unternehmens eines anderen Sektors, an dem Gazprom sich beteiligt, ist wenig wahrscheinlich. Eine Grundregel der Industrieökonomik besagt, dass Marktmacht nur einmal ausgenutzt und nicht etwa durch „Übertragung auf andere Märkte“ vervielfacht werden kann. Diese Grundregel ist dort falsch, wo die betreffenden Märkte eng miteinander zusammenhängen und der zweite Markt zur Zementierung der Macht im ersten Markt dienen kann; dies gilt etwa für die Verwendung der Vorwärtsintegration, das heißt der Ausdehnung der Aktivitäten in Transport und Verteilung, zur Verstärkung der Marktmacht des Gaserzeugers. Wo es aber keinen Zusammenhang zwischen den Märkten gibt, ist die Grundregel uneingeschränkt gültig.



## Fazit

**640.** Aus den vorstehenden Überlegungen sind folgende Schlüsse zu ziehen:

- Spezifische Eigenheiten von Unternehmensaktiva und Unternehmenstätigkeiten können ein öffentliches Interesse daran begründen, dass diese Unternehmen staatlicher Einflussnahme unterworfen werden. Dies könnte etwa bei den großen Netzen der Energiewirtschaft, der Telekommunikation und der Bahn zutreffen, vielleicht auch bei einem Flughafen mit der Hub-Funktion des Frankfurter Flughafens. Hier besteht zunächst einmal die Möglichkeit, von der Privatisierung der betreffenden Netze abzusehen.
- In den meisten Fällen muss der Staat sich nicht das Eigentum vorbehalten, sondern es genügt, die Einflussnahme durch regulatorische Vorschriften einschließlich der entsprechenden Aufsicht geltend zu machen.
- Eine darüber hinausgehende Mitwirkung des Staates an unternehmerischen Entscheidungen, etwa aufgrund von Golden Shares ist aus ökonomischer Sicht nicht gänzlich auszuschließen, da nicht alle Anliegen durch justiziable Regulierung durchgesetzt werden können; eine solche Mitwirkung ohne entsprechende Eigentümerfunktion des Staates ist aber ordnungspolitisch problematisch.
- Eine solche Mitwirkung sollte daher auf einen genau und eng umgrenzten Bereich beschränkt sein; um Willkürentscheidungen zu vermeiden, sollte das Verfahren justiziabel sein.
- Ein spezielles Problem mit ausländischen privaten oder staatlichen Investoren ist nicht zu erkennen. Soweit man die Abhängigkeit von einem solchen Investor befürchtet, sind die Regeln des Wettbewerbsrechts einzusetzen, um die einer solchen Abhängigkeit zugrunde liegende Marktmacht zu beschränken. Erforderlich sind allenfalls Anpassungen dieses Instruments, um einzelne Unternehmensübernahmen, die sich in der Zusammenschau als Teil einer Gesamtstrategie der flächendeckenden Vorwärtsintegration darstellen, kartellrechtlich ebenso besser fassen zu können wie Fusionen, bei denen aufgrund endlicher Ressourcen wie Erdgas oder Erdöl die Marktmacht im Zeitablauf zunehmen wird.

## Industriepolitik und „Nationale Champions“?

**641.** Eine andere Art von unternehmensspezifischem Gemeinwohlinteresse liegt vor, wenn die staatliche Wirtschaftspolitik bestrebt ist, durch eine aktive Industriepolitik diejenigen Unternehmen oder Sektoren als so genannte Nationale Champions zu fördern, von denen sich die Politik erhofft, dass sie sich bei hinreichender Stärke auf internationalen Märkten als *Global Players* behaupten können. Hinter einem solchen Bestreben kommt einerseits die Vorstellung zum Ausdruck, dass nationale Unternehmen zusehends einer kritischen Masse bedürfen, um im Zeitalter der Globalisierung konkurrenzfähig zu sein. Andererseits wird ein industriepolitisches Handeln damit begründet, dass bestimmten Unternehmen oder Wirtschaftszweigen eine Schlüsselrolle zugesprochen wird, die ein besonderes nationales Interesse wahrt. Berührungspunkte zur Frage des Umgangs mit ausländischen Investoren gibt es dann, wenn sich deren Beteiligungsaktivitäten auf dieselben Unternehmen richten, die die Politik im Rahmen ihrer industriepolitischen Ziele als zentral für die

deutsche Volkswirtschaft und daher als besonders förderungswürdig auserkoren hat. Dass in solchen Fällen Finanzinvestoren aus dem Ausland als Käufer von Unternehmensbeteiligungen der staatlichen Industriepolitik gleichsam in die Quere kommen, mag für diese ärgerlich sein. Eine Rechtfertigung für einen regulatorischen Eingriff lässt sich daraus jedoch nur ableiten, wenn Industriepolitik ein zur Förderung des Gemeinwohls taugliches und daher schutzwürdiges Instrument ist. Die lange und intensive wirtschaftswissenschaftliche Forschung zu dieser Frage zeigt indes, dass dieser Nachweis kaum zu erbringen ist.

### *Probleme einer aktiven Industriepolitik*

**642.** Eine aktive Industriepolitik ist von der Vorstellung geprägt, man könne dadurch die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft stärken. Diese Vorstellung beruht auf einer Verwechslung der einzelwirtschaftlichen mit der gesamtwirtschaftlichen Perspektive. So kann ein Schutz oder eine Subvention für einen einzelnen Betrieb sehr wünschenswert sein und zudem mit positiven Externalitäten einhergehen. Trotzdem genügt es nicht dies zu zeigen, damit die Protektion oder Subvention auch gesamtwirtschaftlich positiv zu beurteilen ist. Die betriebliche Perspektive verkennt die Effekte auf andere Unternehmen. Zwar wird mit einer solchen Politik die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Unternehmen oder Sektoren gestärkt, dies aber geht in der Regel zulasten anderer Unternehmen oder Sektoren. Die Unternehmen stehen im Wettbewerb auf den heimischen Faktormärkten, und die höhere Nachfrage nach möglicherweise spezialisierten Arbeitskräften des subventionierten Betriebs hat negative Auswirkungen auf die anderen. Wenn beispielsweise als Folge einer staatlichen Subventionierung von Airbus und der Rüstungsindustrie diese Unternehmen anderen die für die Forschung und Entwicklung im Hochtechnologiebereich erforderlichen Ingenieure und Wissenschaftler entziehen, dann darf der Erfolg dieser Maßnahme nicht allein an den Erfolgen des subventionierten Betriebs gemessen werden. Sollte diese Erklärung zutreffen, wäre es unangemessen, die staatliche Technologieförderung auf andere Unternehmen auszudehnen.

**643.** Die vorstehenden Überlegungen werden hin und wieder mit dem Argument beiseite geschoben, die dahinter stehende klassische Theorie unterstelle funktionsfähigen Wettbewerb auf allen Märkten. Dies jedoch setze voraus, dass Größen- und Verbundvorteile unbedeutend seien und es keine technisch bedingten Tendenzen zur Bildung von Monopolen oder Oligopolen gebe. Gebe man diese Annahme auf, so zeige die Theorie der so genannten **strategischen Außenhandelspolitik**, dass ein Land durchaus mit einer Industriepolitik gewinnen könne, die sich nicht darauf beschränkt, angemessene Rahmenbedingungen zu setzen, sondern unmittelbar mit staatlichen Mitteln eingreift, um einzelne Unternehmen oder Sektoren besonders zu fördern. Durch eine solche Politik Sorge der Staat dafür, dass die betreffenden Monopole oder Oligopole im eigenen Land angesiedelt sind und die weltweit anfallenden Monopol- oder Oligopolgewinne dem eigenen Land zugute kommen (Brander und Spencer, 1985). Dies gelte vor allem für den Erwerb solcher Positionen der Stärke in Schlüsselindustrien, auf deren Produkte und Leistungen die Unternehmen der ganzen Welt angewiesen seien (Tyson, 1992).

**644.** Die Argumentation der Theorie der strategischen Außenhandelspolitik ist grundsätzlich richtig. Gleichwohl liefert diese Theorie **keine allgemeine Grundlage** für eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik. Zum einen sind die Aussagen und Politikempfehlungen der Theorie sehr modellabhängig, kleine Modifikationen der theoretischen Modelle bewirken drastische Veränderungen in

den Politikempfehlungen. Zum anderen kann nicht davon ausgegangen werden, dass Politik und Staat die Informationen besitzen, die für den Erfolg einer strategischen Außenhandelspolitik benötigt werden.

**645.** In diesem Zusammenhang ist auch die Vorstellung einer Sonderbehandlung für technologieintensive Unternehmen als Wachstumsgaranten zu hinterfragen. Welche technologieintensiven Unternehmen Erfolg haben und mittelfristig als Wachstumsgaranten dienen, ist von Seiten der Politik kaum zu erkennen.

Eine verbreitete Meinung ist, dass Industriepolitik funktionieren könne, wenn man es nur richtig mache. Verwiesen wird dabei gerne auf Japan, dessen Steuerung des Wettbewerbs- und Investitionsverhaltens japanischer Unternehmen durch das Ministerium für Außenhandel und Industrie (**MITI**) fast schon legendär sei. Nach neueren empirischen Forschungsergebnissen ist jedoch die japanische Industriepolitik deutlich kritischer zu sehen (Porter und Sakakibara, 2004). Die japanische Volkswirtschaft weist seit langem einen dualen Charakter auf. Einerseits gibt es sehr innovationsfreudige, produktive und auf den internationalen Wettbewerb hin orientierte Sektoren wie etwa die Automobilindustrie. Andererseits existieren wenig innovationsfreudige und wenig produktive sowie international kaum wettbewerbsfähige Sektoren wie zum Beispiel die chemische Industrie und viele Verbrauchsgüterindustrien. Erstere zeichnen sich durch ein weitgehendes Fehlen, teilweise durch eine bewusste Zurückweisung staatlicher Interventionen und durch intensiven Wettbewerb in den heimischen Märkten aus. Die vom MITI geförderten Wettbewerbsbeschränkungen finden sich vorwiegend in den rückständigen Sektoren. Insofern liefert Japan eher ein Beispiel für *Regulatory Capture*, die Vereinnahmung der Politik durch Interessenten, die den Wettbewerb scheuen, als ein Beispiel für eine Zukunftsorientierung der Wirtschaftspolitik.

**646.** Auch die neuere Forschung zu Innovation und Wachstum in dynamischen Märkten stellt das Programm der strategischen Industriepolitik infrage (Aghion und Griffith, 2005). Die frühere Literatur betonte, man müsse innovativen Unternehmen Privilegien einräumen und sie vor Wettbewerb schützen, damit der für Forschung und Entwicklung erforderliche Aufwand sich für sie lohne. Die neuere Literatur stellt diesem Effekt die Erwägung zur Seite, dass Unternehmen in einem Sektor mit intensivem Wettbewerb besonders große Anreize hätten, **Innovationen** zu implementieren, um sich dadurch dem Druck des Wettbewerbs zumindest etwas zu entziehen. Welcher der beiden Effekte von größerer Bedeutung sei, müsse anhand der Empirie beurteilt werden. Bei der empirischen Untersuchung zeige sich, dass der traditionelle Effekt vor allem in Wirtschaftszweigen und in Ländern eine Rolle spiele, die einen deutlichen Rückstand zur technologischen Grenze aufwiesen. Hier sei es nötig, Unternehmen, die durch Einführung anderenorts bekannter Technologien näher an die technologische Grenze rücken wollten, vor allzu schneller Imitation durch andere Unternehmen zu schützen. In Wirtschaftszweigen und Ländern aber, die keinen Rückstand zur technologischen Grenze aufweisen, die sich also selbst an der Spitze des technischen Fortschritts befinden, sei der neu in die Diskussion eingeführte Effekt von größerer Bedeutung. Hier komme es darauf an, die Unternehmen durch intensiven Wettbewerb zu weiteren Innovationen anzuhalten.

### *Regulatory Capture als Problem*

**647.** Strategische Außenhandelspolitik und Industriepolitik können zu einer *Regulatory Capture* führen. Dies ist nicht als Ausnahme zu sehen, sondern als Folge systematischer Wirkungszusammenhänge in der politischen Kommunikation. Die Nutznießer einer staatlichen Förderpolitik sind sich der Wirkungen dieser Politik viel stärker bewusst als die Opfer, das heißt die Personen und Unternehmen, die durch diese Politik geschädigt werden. Wenn etwa die deutsche Politik dafür sorgt, dass die Deutsche Post AG vor Wettbewerb geschützt wird, so spüren die in diesem Unternehmen Beschäftigten die Wirkung dieser Maßnahme viel deutlicher als die Verbraucher, die für jeden Brief, den sie verschicken, mehr bezahlen, als sie bei scharfem Wettbewerb auf den Briefmärkten bezahlen müssten. Diese Nutznießer einer staatlichen Industriepolitik haben daher viel stärkere Anreize, bei der Politik vorstellig zu werden als die Verbraucher. Gleichwohl fallen die Mehrkosten bei den Verbrauchern gesamtwirtschaftlich genauso ins Gewicht wie die Mehrerlöse bei der Deutschen Post AG. Genau genommen sollten sie sogar stärker ins Gewicht fallen, denn neben dem Umverteilungseffekt einer solchen Preisüberhöhung tritt immer noch ein Effizienzverlust aufgrund der Ausweichreaktionen auf, mit denen die Abnehmer auf überhöhte Preise reagieren.

Es ist des Weiteren kaum vorstellbar, dass die deutschen Verbraucher und Arbeitnehmer eine Übernahme des spanischen Energieversorgers Endesa durch E.ON als Entschädigung dafür betrachteten hätten, dass sie mit ihren hohen Stromrechnungen zu den ungefähr 40 Mrd Euro beigetragen hätten, die E.ON für Endesa bot. Müsste diese Art der Umverteilung über den Staatshaushalt laufen, so würde es erheblichen Widerstand geben. Dass Umverteilung durch Industriepolitik weniger leicht zu durchschauen und deshalb leichter durchzusetzen ist, macht ihre Durchsetzung einfacher, begründet aber nicht ihre Legitimität.

Hätte man im Bereich der Telekommunikation dieselbe Art von strategischer Industriepolitik betrieben wie im Bereich der Post und der Energiewirtschaft, so wäre es vermutlich nicht zu dem dramatischen Verfall der Gebühren für Fern- und Auslandsgespräche gekommen.

**648.** Aus volkswirtschaftlicher Sicht kommt es darauf an, dass ein Land die verfügbaren Ressourcen an Arbeit und Kapital, Kenntnissen und Fähigkeiten möglichst produktiv und innovativ einsetzt, um seinen Bewohnern einen hohen und weiterhin steigenden Lebensstandard zu ermöglichen. Ein unverzerrter, nicht von staatlichen Subventionen und sonstigen Fördermaßnahmen beeinflusster Wettbewerb auf Input- und Outputmärkten ist das beste bekannte System zur Verfolgung dieses Ziels.

### *Strategische Industriepolitik und die Beteiligung von Ausländern an deutschen Unternehmen*

**649.** Eine aktive Industriepolitik erfordert einen gewissen Protektionismus gegenüber ausländischen Beteiligungen an den betreffenden Unternehmen. Die Vorstellung von einer aktiven Industriepolitik setzt voraus, dass die Gewinne, die aus weltweiten Monopol- oder Oligopolstellungen bezogen werden, dem eigenen Land ebenfalls zugute kommen. Gehört das Unternehmen ausländischen Privatpersonen oder Institutionen, so gilt dies nur insoweit, als die Arbeitnehmer und die sonstigen lokalen Partner des Unternehmens daran teilhaben.

**650.** Allerdings würde es nicht genügen, nur die Beteiligungen ausländischer Staatsfonds an deutschen Unternehmen infrage zu stellen. Falls eine aktive Industriepolitik als Instrument einer strategischen Außenhandelspolitik auf den Verbleib der Gewinne der geförderten Unternehmen im eigenen Land abzielt, dann setzt dies nationale Anteilseigner voraus und richtet sich letztlich gegen alle ausländischen Beteiligungen. Die Aktien vieler deutscher Großunternehmen befinden sich heute schon zu erheblichen Teilen in Händen ausländischer Investoren. Bei den deutschen DAX-Unternehmen belaufen sich die betreffenden Zahlen in der überwiegenden Mehrzahl auf mehr als 40 vH und liegen etwa im Fall der Deutschen Börse oder von Adidas sogar über 80 vH (Tabelle 56). Die Leitungsgremien dieser Unternehmen selbst haben diese Entwicklung seit Anfang der 1990er Jahre aktiv gefördert, und dies entsprach ebenso politisch gewollten Intentionen, die so genannte Deutschland AG aufzulösen.

Tabelle 56

**Auslandsbesitz bei ausgewählten DAX-Unternehmen<sup>1)</sup>**  
Anteile in vH

Gesellschaft	vH	Stichtag
Adidas AG .....	88,0	Februar 2007
Allianz SE .....	59,1	September 2007
BASF AG .....	46,0	März 2006
Bayer AG .....	73,0	Oktober 2006
BMW AG <sup>2)</sup> .....	36,9	Oktober 2007
Commerzbank AG .....	55,0	Dezember 2006
Daimler AG .....	56,4	Dezember 2006
Deutsche Bank AG .....	46,0	Dezember 2006
Deutsche Börse AG .....	84,0	Dezember 2006
Deutsche Lufthansa AG .....	37,4	September 2007
Deutsche Post AG .....	39,6	Oktober 2007
Deutsche Telekom AG .....	41,0	Dezember 2006
E.ON AG .....	54,1	Juni 2007
Linde AG <sup>2)</sup> .....	34,8	Dezember 2005
MAN AG .....	42,0	Dezember 2006
Münchner Rückversicherungs-Gesellschaft .....	69,1	Juni 2007
RWE AG <sup>2)</sup> .....	42,0	Juli 2007
SAP Deutschland AG & Co KG .....	39,2	Januar 2007
Siemens AG .....	53,5	September 2006
Volkswagen AG .....	23,9	Dezember 2006

1) Quellen: Angaben auf der Homepage der jeweiligen Aktiengesellschaft (Stand: Oktober 2007).–  
2) Anteil der ausländischen institutionellen Investoren.

**651.** Im Hinblick auf eine Unterscheidung zwischen Gewinnanteilen und Kontrollkompetenzen der betreffenden Unternehmensanteile spielt es aus der Sicht eines Unternehmensvorstands oder des Aufsichtsrats keine Rolle, ob eine Gewinnausschüttung an einen Aktionär im Inland oder im Ausland überwiesen wird. Es ist aber von Bedeutung, ob der betreffende Investor in der Lage ist, auf die Entscheidungen des Unternehmens Einfluss zu nehmen. Solange es sich um Aktien im Streubesitz handelt, muss er sich nicht besonders darum kümmern. Handelt es sich aber um einen

institutionellen Anleger, der ein gewisses Gewicht in die Waagschale legen kann, so muss er befürchten, dass seine Entscheidungsspielräume durch diesen Anleger beschränkt werden.

Das hier angesprochene Problem der Unternehmenskontrolle hat nichts mit der volkswirtschaftlichen Beurteilung einer strategischen Industriepolitik zu tun. Für die Beurteilung einer solchen Politik aus volkswirtschaftlicher Sicht kommt es darauf an, wem die vermuteten weltweit zu erzielenden Monopol- oder Oligopolgewinne am Ende zufließen. Wenn nur ein Bruchteil dieser Gewinne im Inland verbleibt, ist, selbst wenn man von allen anderen Problemen der Implementierung der Politik absieht, nicht zu erwarten, dass die mit einer solchen Politik verbundenen Belastungen der inländischen Arbeitnehmer und Verbraucher durch die im Inland verbleibenden Gewinne aufgewogen werden.

### *Fazit*

**652.** Die Vorstellung, eine aktive Industriepolitik als staatliche Förderung spezifischer Unternehmen und Wirtschaftszweige aus Gemeinwohlinteressen begründen zu können, ist sowohl aus theoretischen Überlegungen als auch vor dem Hintergrund empirischer Erfahrungen kritisch zu sehen. Deshalb lässt sich daraus auch keine Rechtfertigung für einen Schutz heimischer Unternehmen vor ausländischen Investoren ableiten. Davon abgesehen wären einer solchen Politik sehr enge europarechtliche Grenzen gesetzt, insbesondere das Verbot staatlicher Beihilfen nach Artikel 87 Absatz 1 EG-Vertrag. Die in der aktuellen politischen Diskussion hin und wieder anklingende Verbindung der Vorstellungen von einer staatlichen Kontrolle von ausländischen Beteiligungen an deutschen Unternehmen und von einer aktiven Industriepolitik ist daher höchst problematisch.

## 2. Allgemeine Gemeinwohlinteressen

**653.** Neben möglichen Gemeinwohlinteressen, die aufgrund der Tätigkeit spezifischer Unternehmen bestehen können, mag es darüber hinaus allgemeine Gemeinwohlinteressen an einer staatlichen Einschränkung von ausländischen Beteiligungen geben, eine solche würde dann **alle Unternehmen** betreffen. Dies würde letztlich auf eine Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit hinauslaufen.

Zunächst werden die volkswirtschaftlichen Auswirkungen einer Anwendung der Kapitalverkehrsfreiheit auf Anteilspapiere diskutiert, wobei die Auswirkungen auf die Risikoallokation im Vordergrund stehen. Danach wird die Kapitalverkehrsfreiheit von Anteilspapieren im Hinblick auf die damit mögliche Einflussnahme auf die Unternehmen und deren Sitz diskutiert. Schließlich wird auf die generelle Frage eingegangen, wie eine verstärkte Einflussnahme von außenstehenden Anteilseignern im Unternehmen zu beurteilen ist. Angesprochen sind hier beispielsweise aktivistische Investoren wie Hedgefonds, die keine bedeutende Beteiligung erwerben, aber dennoch bedeutenden Einfluss ausüben können.

### **Kapitalverkehrsfreiheit: Vorteile für die Kapital- und Risikoallokation**

**654.** Der internationale Kapitalverkehr bietet die Möglichkeit, Kapital aus Ländern und Gegenden, wo es im Überschuss vorhanden ist, dorthin zu lenken, wo Kapital knapp ist und höhere Renditen erzielt. Für die Beteiligten ist dies grundsätzlich von Vorteil: Die Kapitalnehmer bekommen



die Möglichkeit, dringende Ausgaben zu finanzieren; die Verpflichtung zur Bedienung der Rechte der Titelinhaber fallen demgegenüber weniger ins Gewicht, etwa weil die Erträge auf die mit der Finanzierung getätigten Realinvestitionen diese Verpflichtungen übersteigen. Die Kapitalgeber gewinnen aus der hohen Produktivität von Investitionen in anderen Ländern, statt auf schlecht rentierende Anlagen im eigenen Land angewiesen zu sein. Es handelt sich um einen **intertemporalen Tausch**, bei dem die Kapitalgeber heute Mittel bereitstellen, um in der Zukunft an den Erträgen dieser Titel teilzuhaben. Soweit dieser Tausch freiwillig erfolgt und die vereinbarten Bedingungen eingehalten werden, gereicht er allen Beteiligten zum Vorteil.

Freilich kann es bei diesem Geschäft Verlierer geben. Wenn ein chinesischer oder arabischer Staatsfonds einem deutschen Unternehmen Mittel zur Verfügung stellt, ist dieses Unternehmen weniger auf andere Kapitalgeber angewiesen. Eine deutsche Bank könnte daher an diesem Vorgang Anstoß nehmen. Ein chinesisches oder arabisches Unternehmen wird ebenfalls wenig erfreut sein, wenn die Mittel des Staatsfonds zur Finanzierung eines deutschen Unternehmens verwendet werden und nicht ihm selbst zugute kommen. Bietet hingegen die deutsche Bank dem deutschen Unternehmen günstigere Konditionen als der chinesische Staatsfonds, so wird sie das Geschäft machen. Tut sie dies nicht, so muss sie sich damit abfinden, dass sich das deutsche Unternehmen im Wettbewerb der Anbieter das günstigste Angebot aussucht. Die Wirtschaftsordnung der Sozialen Marktwirtschaft ist als **Wettbewerbsordnung** konzipiert, weil Wettbewerbsfreiheit als konstitutives Element einer freiheitlichen Ordnung überhaupt anzusehen ist und die Ergebnisse des Wirtschaftens in dieser Ordnung volkswirtschaftlich effizient sind. Die Vorteile, die die Beteiligten aus dem mit dem internationalen Kapitalverkehr verbundenen intertemporalen Tausch ziehen, überwiegen die Nachteile, die jeweils anderen Teilnehmern dadurch entstehen, dass sie bei diesem Geschäft im Wettbewerb das Nachsehen haben.

**655.** Dagegen wird eingewandt, es gehe nicht um den Kapitalverkehr als solchen, sondern nur um die Form, in der Kapitalverkehr stattfindet, etwa um die Art der Titel, die internationale Investoren kaufen. Es mache einen Unterschied, ob ein chinesischer oder arabischer Staatsfonds in großem Umfang **Aktien** kaufe oder die entsprechenden Mittel in Bundesobligationen oder in Schuldscheine eines deutschen Unternehmens anlege. Im Übrigen, wenn Deutschland als Überschussland ohnehin Kapital exportiere, sei es leicht, eine Reduktion von Beteiligungen aus China oder den Vereinigten Arabischen Emiraten durch eine Reduktion der eigenen Kapitalexporte zu kompensieren, ohne dass die Finanzierung deutscher Unternehmen dadurch leiden müsse.

**656.** Dieser Einwand übersieht die Bedeutung der Kapitalmärkte für die **Allokation von Risiken**. Eine Beschränkung ausländischer Staatsfonds oder anderer Investoren auf Schuldtitel hat zur Folge, dass das Angebot an Mitteln für Anteilsfinanzierungen, insbesondere Eigenkapitalbeteiligungen, bei deutschen Unternehmen zurückgeht. In Anbetracht der etwa in der Diskussion um Basel II regelmäßig zu hörenden Klagen über die unzureichende Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen wäre eine solche Umlenkung der Mittel ausländischer Anleger von Anteilstiteln auf Schuldtitel problematisch. Soweit es überhaupt zu einer solchen Umlenkung käme (und die ausländischen Anleger nicht ganz auf das Engagement verzichteten), würden sich die Konkursrisiken der betroffenen Unternehmen erhöhen. Es ist nicht ersichtlich, dass – außer den im Kreditgeschäft

engagierten Banken – irgendjemand einen Vorteil aus dieser Verschiebung der Kapitalstrukturen hätte.

**657.** Selbst in den Fällen, in denen die Mittel ausländischer Anleger nicht unmittelbar in die Unternehmen fließen, sind Auswirkungen auf die Risikoallokation zu berücksichtigen. Wenn ein chinesischer Staatsfonds einem deutschen Investmentfonds Aktien eines deutschen Großunternehmens abnimmt, belasten die mit diesen Aktien verbundenen Risiken nicht mehr den deutschen Investmentfonds und seine Anteilsinhaber, sondern den chinesischen Staatsfonds. Wenn der deutsche Investmentfonds den Erlös aus dem Aktienverkauf verwendet, um Aktien eines US-amerikanischen Großunternehmens zu kaufen, so hat die Transaktion insgesamt zur Folge, dass die Anteilsinhaber des deutschen Investmentfonds in ihrem Portfolio die Risiken des deutschen Großunternehmens durch die Risiken des US-amerikanischen Großunternehmens ersetzt haben. Das Risiko, dem diese Anleger insgesamt ausgesetzt sind, wird sich im Normalfall dadurch verringern, selbst wenn die Risiken der beiden Großunternehmen in isolierter Betrachtung jeweils gleich groß sind. Dies liegt daran, dass die Risiken des deutschen Großunternehmens stärker mit den sonstigen Risiken des deutschen Anlegers korreliert sind als die Risiken des US-amerikanischen Großunternehmens. Sonstige Risiken sind hier die Risiken aus sonstigen Anlagen, aber auch die Risiken für die Entwicklung von Löhnen und von Belastungen aus Steuern und Abgaben, die über die allgemeine Entwicklung von Konjunktur und Wachstum mit der Geschäftsentwicklung gerade der Großunternehmen korreliert sind.

**658.** Ein Beispiel von ausgesprochen schlechter Risikodiversifizierung sind Mitarbeiterbeteiligungsmodelle, bei denen nicht nur die Risiken der Arbeitsplätze, sondern gleichzeitig die der Ersparnisse hoch korreliert sind (Ziffer 580). Im Gegensatz dazu ist es vorteilhaft, wenn Ersparnisse so angelegt werden, dass ihre Erträge möglichst wenig mit den Einkommen aus anderen Quellen korreliert sind. Dazu ist eine **internationale Diversifizierung** der Anlagen besonders gut geeignet. Die Transaktion eines Verkaufs von Aktien eines deutschen Unternehmens durch einen deutschen Investmentfonds an einen chinesischen Fonds und der Verwendung des Erlöses zum Kauf von Aktien eines amerikanischen Unternehmens wird im Normalfall die Risikodiversifizierung des deutschen Investmentfonds und seiner Anteilsinhaber verbessern. Dies ist für die Betroffenen von Vorteil. Dem Gemeinwesen gereicht es ebenfalls zum Vorteil, denn über Steuern, Abgaben und Ansprüche auf Sozialleistungen haben Einkommens- und Vermögensschwankungen bei Privatpersonen Rückwirkungen auf das Gemeinwesen.

**659.** Der **Wohlfahrtsgewinn** aus dieser **Risikominderung** ist unabhängig davon, ob der ausländische Anleger eine Privatperson, eine private Finanzinstitution oder ein Staatsfonds ist. Er ist zudem weitgehend unabhängig davon, ob der Wohnsitzstaat des betreffenden Anlegers seine eigenen Kapitalmärkte für deutsche Anleger öffnet. Zwar wäre es für den deutschen Anleger oder für den deutschen Investmentfonds besser, er könnte chinesische Aktien in seine Portfoliodiversifizierung einbeziehen. In Anbetracht der Vielzahl an sonstigen Diversifizierungsmöglichkeiten jedoch fällt dieser Effekt kaum ins Gewicht. Er wird um Größenordnungen dominiert von dem Wohlfahrtsgewinn aus der Verringerung der Betroffenheit von den Risiken deutscher Unternehmen.

## Standortwettbewerb um Unternehmenssitze

**660.** Die vorstehenden Überlegungen betreffen nur den mit der Akquisition von Anteilspapieren deutscher Unternehmen durch Ausländer verbundenen Tausch von Zahlungen oder Zahlungsansprüchen. Die Aktie jedoch hat keinen festen Zahlungsanspruch, sondern nur den Anspruch auf satzungsgemäße Beteiligung an den jeweils noch festzulegenden Ausschüttungen des Unternehmens und auf satzungsgemäße Beteiligung an der Beschlussfassung des Unternehmens unter anderem über die zu tätigen Ausschüttungen. Der Aktionär hat eine gewisse Mitwirkungskompetenz. Bei Aktien im Streubesitz ist diese kaum von Belang. Durch Bündelung in einer Hand jedoch gewinnt das Stimmrecht der Aktionäre an Bedeutung. Kauft ein Anleger größere Aktienanteile an einem Unternehmen zusammen, so ergibt sich die Möglichkeit, dass er **Einfluss auf die Unternehmenspolitik** gewinnt. Es ist daher zu prüfen, ob und inwiefern die vorstehenden Ausführungen zur grundsätzlichen volkswirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit der Beteiligung ausländischer Aktionäre an deutschen Unternehmen zu korrigieren sind, wenn man die mit dem Aktienbesitz verbundenen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten mit in die Analyse einbezieht, also inwiefern sich dann doch Nachteile für das Gemeinwohl ergeben, ob die Identität des Investors – privater Anleger, privater Investmentfonds, Staatsfonds – eine Rolle spielt und inwieweit es hier Regulierungsbedarf geben kann.

**661.** Die aktuelle politische Diskussion nährt sich aus der Furcht, die mit substanziellen Unternehmensbeteiligungen verbundenen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten ausländischer Investoren könnten missbraucht werden. Das Bild von den russischen und chinesischen Staatsfonds, die die deutsche Wirtschaft unter Kontrolle bringen, knüpft in seiner Diffusheit an Gefahrenvisionen vergangener Jahrzehnte an. Im Hintergrund stehen das Misstrauen und das Unbehagen der deutschen Öffentlichkeit im Umgang mit der Globalisierung und dem von der Globalisierung ausgehenden Anpassungsdruck. In diesem Zusammenhang ist auch die kontrovers geführte Diskussion um die Tätigkeit von Hedgefonds und *Private-Equity*-Gesellschaften in Deutschland zu sehen. So gesehen erscheint es durchaus folgerichtig, wenn verlangt wird, man solle die Diskussion um Beteiligungen und Einflussnahme ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen nicht auf Staatsfonds beschränken, sondern das Thema grundsätzlicher angehen, unter Einbeziehung von Hedgefonds und *Private-Equity*-Gesellschaften.

Die Frage, ob bei den Einflussmöglichkeiten der Anteilseigner einer Aktiengesellschaft das Sitzland dieser Anteilseigner eine Rolle spielt oder spielen sollte, hat sich durch die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs in gewissem Sinn zwar erledigt. Es ist aber gleichwohl angebracht, sich zu überlegen, worum es bei dieser Frage materiell überhaupt geht.

**662.** Bei der Rolle der **Identität der Anteilseigner** für die Beurteilung ihrer Einflussmöglichkeiten in einem deutschen Unternehmen ist zu unterscheiden zwischen dem Fall, in dem das Unternehmen nach wie vor als selbstständiges Unternehmen mit Sitz in Deutschland tätig ist, und dem Fall, bei dem die Einflussnahme so weit geht, dass das Unternehmen seine Selbstständigkeit verliert, indem es von einem internationalen Konzern übernommen wird, Deutschland also eines selbstständigen Unternehmenssitzes verlustig geht. Der erste Fall betrifft etwa die Einflussnahme ausländischer Hedgefonds und anderer Finanzinstitutionen mit Aktienanteilen von beispielsweise 5 vH auf die Beschlussfassung der Leitungsgremien des Unternehmens. Der zweite Fall bezieht

sich beispielsweise auf die im Jahr 2000 erfolgte Übernahme der Mannesmann AG durch das britische Mobilfunkunternehmen Vodafone.

**663.** Für die Fälle, in denen das Unternehmen nach wie vor als **selbstständiges Unternehmen mit Sitz in Deutschland** tätig ist, gelten die bereits entwickelten Erwägungen nicht nur für die dort behandelten Unternehmen und unternehmensspezifischen Gemeinwohlinteressen, sondern auch für die hier diskutierten allgemeinen Gemeinwohlinteressen an der Einfügung der Unternehmen in die Rechts- und Wirtschaftsordnung. Folgende Aussagen lassen sich unmittelbar übertragen:

- Soweit die Beteiligten im Rahmen der Privatautonomie eigene Entscheidungskompetenzen haben und wahrnehmen, sollten **Nationalität und Sitz der Betroffenen keine Rolle spielen**. Es gibt keinen Grund für die Annahme, dass Personen oder Institutionen mit Sitz in Deutschland Konflikte zwischen privaten Interessen und Gemeinwohlinteressen grundsätzlich anders angehen als Personen oder Institutionen mit Sitz in anderen Ländern. Vorstellungen, dass Erstere in stärkerem Maße als Letztere durch informellen Druck veranlasst werden können, Gemeinwohlinteressen über das hinaus zu berücksichtigen, was sich aus rechtlichen Rahmenbedingungen ergibt, sind kaum mit einer *Rule of Law* oder mit Rechtsstaatlichkeit vereinbar.
- Die Befürchtung, es könnte zu einer übermäßigen Zusammenballung von Macht und zum Missbrauch dieser Macht durch ausländische Institutionen kommen, kann dort begründet sein, wo die betreffenden Unternehmen über erhebliche Marktmacht verfügen. Hier ist die Wettbewerbspolitik, insbesondere die Zusammenschlusskontrolle, gefordert. Das Problem ist allerdings unabhängig davon, ob es sich bei den ausländischen Investoren um staatliche oder private Institutionen handelt.

**664.** In den Fällen, in denen die Beteiligung außenstehender Investoren dazu führt, dass das **Unternehmen seine Selbstständigkeit verliert**, spielt die Frage, ob es sich bei den Investoren um Inländer oder um Ausländer handelt, eine größere Rolle. In diesen Fällen steht die Stellung von Deutschland im Wettbewerb um den Standort von Unternehmenssitzen auf dem Spiel. So haben seinerzeit die Fusion von Hoechst und Rhône-Poulenc zu Aventis und die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone dazu geführt, dass unternehmerische Entscheidungszentralen von Frankfurt beziehungsweise Düsseldorf nach Straßburg beziehungsweise London verlegt wurden. Solche Verlagerungen von unternehmerischen Entscheidungszentralen sind für die betroffenen Gebietskörperschaften und für das Land als Ganzes problematisch.

Bei zukünftigen Aktivitäten des Unternehmens mag weniger Rücksicht auf die Belange des betreffenden Standorts genommen werden, also bei Entscheidungen über Betriebsstilllegungen und Arbeitsplätze, über den Einkauf bei lokalen oder nationalen Zulieferern und nicht zuletzt bei allen Vorgängen, die das Verhältnis des Unternehmens zu dem Gemeinwesen betreffen, vom Sponsoring bis zu den Steuern. Ferner bewirkt die Verlagerung von Entscheidungszentralen auch eine Verlagerung qualifizierter Arbeitsplätze; die entsprechenden Einkommen werden am anderen Standort verdient und ausgegeben, Personen mit der Qualifikation und dem Ehrgeiz, diese Arbeitsplätze zu besetzen, sehen sich veranlasst, an den neuen Standort zu ziehen. Für die betroffenen Gemeinwesen (Kommunen, Länder, Staaten) birgt dies die Gefahr einer Provinzialisierung.

**665.** Hier geht es allerdings um das generelle Problem des **Standortwettbewerbs um Unternehmenssitze** und nicht um ein spezielles Problem der Übernahme deutscher Unternehmen durch ausländische Investoren. Deutsche Unternehmen verlagern laufend Funktionen ins Ausland, ganz unabhängig von der Struktur ihrer Anteilseigner. Dies geschieht aus vielfältigen Gründen und nicht primär auf Druck von ausländischen Mehrheitsaktionären. Die meisten der zehn größten deutschen Unternehmen haben deutlich über 50 vH ihres Vermögens und rund 40 vH ihrer Beschäftigten im Ausland (Tabelle 57).

Tabelle 57

**Die größten deutschen multinationalen nichtfinanziellen Konzerne im Jahr 2005**  
 – Rangfolge nach Gesamtvermögen –

Rang weltweit	Unternehmen	Vermögen (Assets)		Beschäftigte	
		Insgesamt	darunter: im Ausland	Insgesamt	darunter: im Ausland
		Mrd US-Dollar	vH	Tausend Personen	vH
5	DaimlerChrysler AG .....	238,8	21,5	382,7	27,0
10	Deutsche Post AG .....	203,6	20,6	348,6	5,1
12	Volkswagen AG .....	157,6	52,4	345,2	48,0
13	Deutsche Telekom AG .....	151,5	51,7	243,7	31,1
14	E.ON AG .....	149,9	54,0	79,9	57,3
18	RWE AG .....	128,1	64,5	85,9	49,3
26	Siemens AG .....	103,8	64,4	461,0	64,2
34	BMW AG .....	88,3	62,6	105,8	24,5
56	BASF AG .....	50,0	62,5	80,9	43,6
64	Bayer AG .....	43,5	64,0	93,7	44,6
nachrichtlich:					
1	General Electric (Vereinigte Staaten) .....	673,3	61,3	316,0	49,1
2	General Motors (Vereinigte Staaten) .....	476,1	36,8	335,0	57,9
3	Ford Motor (Vereinigte Staaten) .....	269,5	44,2	300,0	53,3
4	Toyota Motor Corporation (Japan) .....	244,4	53,9	286,0	37,7
6	Vodafone Group PLC (Vereinigtes Königreich) .....	220,5	89,1	61,7	82,8
7	Royal Dutch/Shell Group (Niederlande/ Vereinigtes Königreich) .....	219,5	68,9	109,0	84,4
8	ExxonMobil (Vereinigte Staaten) .....	208,3	69,1	84,0	63,0
9	British Petroleum Company PLC (Vereinigtes Königreich) .....	206,9	77,9	96,2	81,2
11	Électricité de France (Frankreich) .....	202,4	45,2	161,6	11,0
15	Wal-Mart Stores (Vereinigte Staaten) .....	138,2	30,0	1 800,0	27,8

Quelle: UNCTAD

Selbst die Verlagerung des Sitzes kann von inländischen Unternehmen betrieben werden, beispielsweise im Zuge einer Übernahme eines ausländischen Unternehmens oder einer Fusion. So entschieden die beteiligten Vorstände bei der Fusion von Hoechst und Rhône-Poulenc, den Sitz des fusionierten Unternehmens nach Straßburg und aus dem Geltungsbereich des deutschen Mitbestimmungsgesetzes zu verlegen. In der späteren deutschen Empörung über die Übernahme von Aventis durch Sanofi und das Engagement der französischen Regierung bei dieser Übernahme wurde übersehen, dass Aventis ebenso wie Sanofi rechtlich rein französische Unternehmen waren. Die Verlagerung des Unternehmenssitzes nach Frankreich hatte bereits vorher stattgefunden.

Zudem räumt das im Jahr 2002 in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Unternehmensübernahmegesetz Vorstand und Aufsichtsrat weitreichende **Kompetenzen für Verteidigungsmaß-**



**nahmen** in einem Übernahmekampf ein. Die Bedrohung deutscher Unternehmen durch Übernahmen gegen den Willen von Vorstand und Aufsichtsrat ist dadurch deutlich reduziert worden. Übernahmen und Fusionen, die mit dem Willen von Vorstand und Aufsichtsrat erfolgen, sind von dieser Regelung aber nicht betroffen. Die Möglichkeit, dass ein deutsches Unternehmen ein ausländisches Unternehmen übernimmt und dies zu einer Verlagerung von Aktivitäten führt, die den Standort Deutschland schädigt, ist immer gegeben.

**666.** Die im Zuge der aktuellen Diskussion um ausländische Staatsfonds immer wieder zu hörende Warnung, **deutsche Unternehmen seien preiswert** und ständen deshalb im Visier ausländischer Investoren, zeugt von geringem Verständnis für die zugrunde liegenden Sachzusammenhänge. Gewiss sind die Börsenbewertungen deutscher Unternehmen vergleichsweise niedrig, sowohl hinsichtlich der absoluten Zahlen als auch in Relation zu den Aktiva dieser Unternehmen. Jedoch spiegelt beides vor allem die schwache Stellung der Aktionäre im deutschen System der Unternehmenskontrolle wider. Börsenbewertungen der ausstehenden Aktien sind ein Maß für den Wert dessen, was nach den Erwartungen der Anleger mit der Zeit aus dem Unternehmen ausgeschüttet werden wird. Wenn diese Börsenbewertungen in Relation zu den Aktiva des Unternehmens niedrig sind, so rührt das daher, dass die Anleger aufgrund ihrer schwachen Stellung im deutschen System der Unternehmenskontrolle davon ausgehen, dass der auf die Gegenwart diskontierte Wert der Ausschüttungen des Unternehmens kleiner ist als der Wert der Aktiva. Dass die Börsenwerte deutscher Unternehmen absolut gesehen im internationalen Vergleich klein sind, rührt daher, dass in einem System mit schwachen Aktionärsrechten die Börse als Finanzierungsinstitution nur eine untergeordnete Rolle spielt und daher das Potenzial dieser Institution als Grundlage für das Entstehen sehr großer Institutionen nicht genutzt wird.

Solange sich an diesen Bestimmungsgründen der Börsenbewertungen deutscher Unternehmen nichts ändert, gibt es keinen Grund für die Annahme, dass private oder staatliche Investoren in anderen Ländern diese Unternehmen als preiswert betrachten werden, nämlich preiswert in Relation zu dem, was ein Anteilseigner von ihnen zu erwarten hat. Jedoch werden sie dem als billig erscheinen, der einen Weg sieht, diese Unternehmen durch eine Sitzverlagerung heraus aus dem Geltungsbereich des deutschen Aktienrechts in ein aktionärsfreundlicheres Rechtssystem zu bringen, in dem die Anteilseigner in stärkerem Maße an den Erträgen des Unternehmens teilhaben.

**667.** Das Problem der deutschen Position im Wettbewerb um Unternehmensstandorte ist ernst zu nehmen. An dieser Stelle geht es allerdings um die allgemeine Frage der **Attraktivität des Standorts Deutschland**, und dieses Problem hat wenig zu tun mit der Diskussion über Staatsfonds und Übernahmen durch unerwünschte ausländische Investoren. Selbst wenn es nicht ausgeschlossen werden kann, dass einem ausländischen Investor die feindliche Übernahme eines deutschen Unternehmens gelingt und er eine Standortverlagerung vornimmt, so wird dieser Fall doch eher selten sein, verglichen mit der laufenden Verlagerung von Funktionen ins Ausland, die von den deutschen Unternehmensleitungen selbst vorgenommen wird. Gegen letzteres würde ein Unternehmensrecht nicht helfen, das feindliche Übernahmen praktisch ausschließt, indem es die Kontrollkompetenzen weitgehend in die Hände von Vorständen und Aufsichtsräten legt. Da man die Funktionsverlagerung kaum verhindern kann und im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen sicher nicht verbieten will, hängt es letztlich davon ab, ob die Unternehmen bei ihren Standortentscheidungen die rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen für einen Verbleib in



Deutschland als vorteilhaft erscheinen lassen. Mit anderen Worten, gefordert ist in erster Linie eine Wirtschaftspolitik, die attraktive Rahmenbedingungen setzt, um im weltweiten Wettbewerb um Unternehmenssitze konkurrieren zu können.

**668.** Eine mit der Übernahme oder Beteiligung von vornherein angestrebte Standortverlagerung ist letztlich kaum zu verhindern, egal ob der Eigner staatlich oder privat ist. Dies gilt erst recht im Fall eines Investors, der unabhängig von Renditeüberlegungen agiert und eine Standortverlagerung beispielsweise im Rahmen seiner industriepolitischen Vorstellungen, ohne Rücksicht auf die damit verbundenen Kosten anstrebt. Bisweilen wird aber eingewandt, dass ein solches Verhalten bei staatlichen oder staatsnahen Anlegern gar nicht so unrealistisch sei: Zum einen fehle dort die disziplinierende Wirkung durch renditeorientierte Anteilseigner, zum anderen verfüge der Staat häufig über wesentlich umfangreichere Mittel zur Durchsetzung seiner Ziele, dies belegten ja die in Staatsfonds verfügbaren Anlagemittel. Von daher böte es sich an, bei der Beschränkung ausländischer Beteiligungen explizit auf die Staatsnähe als Indiz für nicht gemeinwohlverträgliche Vorhaben abzustellen, zumal es im nationalen Kontext guter ordnungspolitischer Tradition entspreche, den staatlichen Einfluss in der Wirtschaft zurückzudrängen.

Ein solches **Kriterium „Staatsnähe“** ist jedoch sowohl aus praktischen wie auch aus konzeptionellen Gründen abzulehnen. Zum einen ist es in der Praxis sehr schwierig, das Ausmaß des staatlichen Einflusses, dem ein Investor unterliegt, justiziabel festzulegen. Dies gilt umso mehr, wenn der Staatseinfluss ein explizites Kriterium bei der Regulierung von Unternehmensbeteiligungen werden sollte, denn Ausweichreaktionen und Umgehungsversuche potenzieller staatsnaher Investoren werden nicht lange auf sich warten lassen. Zum anderen treffen die im nationalen Kontext gegen eine Betätigung des Staates als Unternehmer vorgebrachten Vorbehalte im Falle eines als Investor auftretenden ausländischen Staates meist gar nicht zu: Dieser hat nicht die Möglichkeit, das übernommene Unternehmen durch Marktzutrittschranken oder Steuervergünstigungen gegenüber privaten Wettbewerbern zu bevorzugen; direkte Subventionen gingen, sofern rechtlich überhaupt zulässig, zulasten der ausländischen und nicht der deutschen Steuerzahler; und es gibt, anders als im nationalen Kontext, kaum Druck der Öffentlichkeit zur Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik und somit deutlich geringere Anreize, auf Maßnahmen zu drängen, die nicht dem Unternehmenserfolg dienen. Die Analogie von Staatsfonds und Staatsunternehmen ist somit zwar suggestiv, aber irreführend und trägt nicht als Rechtfertigung für eine besondere Behandlung bei der Regulierung von Unternehmensbeteiligungen.

### **Macht der Aktionäre und Ohnmacht des Managements?**

**669.** Die Diskussion um die Regulierung der Beteiligung ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen wird noch durch die Befürchtung verschärft, diese könnten bereits weit vor Erlangung einer Mehrheitsbeteiligung an einem Unternehmen und der Möglichkeit einer Sitzverlagerung einen prägenden, möglicherweise schädlichen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen ausüben, so dass Abwehrmaßnahmen, die an einer Mehrheitsbeteiligung anknüpfen, zu kurz griffen und zusätzliche, insbesondere aktienrechtliche Regularien benötigt würden. Anlass für eine solche Besorgnis bot das in jüngster Zeit beobachtete, als dominant empfundene Auftreten von **Hedgfonds**, die bei deutschen Aktiengesellschaften trotz eher geringer Beteiligungen deutlich unterhalb von 25 vH maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftspolitik nahmen oder zu nehmen ver-

suchten. Gerade die Tatsache, dass ihnen dieses beispielsweise bei der Deutschen Börse gelang (und dort der Abbruch der Bemühungen um eine Übernahme der London Stock Exchange zugunsten einer höheren Ausschüttung an die Aktionäre der Deutschen Börse erwirkt wurde), wirft die Frage nach dem gerechtfertigten Ausmaß der Einflussmöglichkeiten von Anteilseignern auf das Unternehmen auf. Diese stellt sich zunächst einmal unabhängig von der Natur des Investors und beschränkt sich nicht auf ausländische Investoren im Allgemeinen oder Staatsfonds im Besonderen, auch wenn in der aktuellen Diskussion in erster Linie an diese gedacht sein mag.

Der Hypothese einer starken und möglicherweise zu starken Rolle von Anteilseignern bei deutschen Aktiengesellschaften widerspricht zunächst, dass traditionell das deutsche Aktienrecht den **Leitungsgremien** Vorstand und Aufsichtsrat eine sehr **einflussreiche Position** einräumt. Dies geht soweit, dass die Unternehmensleitung nicht in erster Linie als Sachwalter der Aktionäre, sondern als dem Interesse des Unternehmens und dem Gemeinwohl verpflichtet verstanden wird. Die Vorstellung, Unternehmen müssten eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung wahrnehmen, steht in einer Denktradition, die weit zurückgeht. In Deutschland fand sie einen rechtlichen Niederschlag im Aktiengesetz des Jahres 1937, das die Interessen der Aktionäre, des „anonymen Kapitals“, weitgehend beiseite schob und in § 70 Absatz 1 Aktiengesetz stattdessen „das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich“ als Zweck des Unternehmens genannt wurden. Der Hinweis auf den „gemeinen Nutzen von Volk und Reich“ verschwand zwar mit der Aktienrechtsreform von 1965 aus dem Gesetz, weil sich laut der Gesetzesbegründung eine derartige Verpflichtung von selbst versteht. In der öffentlichen Diskussion spielt die Vorstellung von einer solchen Verpflichtung der Unternehmen jedenfalls nach wie vor eine maßgebliche Rolle. Die Konsequenz dieser Tradition sind eine schwächere Stellung von Anteilseignern und eine stärkere Position der Unternehmensleitung, der nicht nur die Wahrung, sondern auch die Interpretation der gesamtwirtschaftlichen Verantwortung obliegt.

Angesichts der dehnbaren Interpretation des Begriffs der gesellschaftlichen Verantwortung könnte man versucht sein, die Unternehmensvorstände stärker zu steuern, indem man die Verpflichtung der Unternehmen auf gesamtwirtschaftliche Ziele und auf das Gemeinwohl konkreter fasst und verfahrensmäßig unterlegt. Immerhin gehörte die Frage, ob die Leitungsgremien der Unternehmen ihrer Verantwortung für den „gemeinen Nutzen von Volk und Reich“ nachkamen, nach 1937 zum Aufgabengebiet eines Staatsanwalts.

Allerdings scheidet ein solches Vorgehen daran, dass der Inhalt der gesellschaftlichen Verantwortung eines Unternehmens in einer Marktwirtschaft nicht klar definiert ist und auch nicht klar definiert werden kann. Jede strategische Entscheidung in einem Unternehmen erfordert subtile Abwägungen. Welche Alternative angemessen ist – betriebswirtschaftlich oder volkswirtschaftlich – kann von einem Außenstehenden kaum beurteilt werden.

Als Beispiel mag die gesellschaftliche Verantwortung einer Bank in der Vergabe von Krediten an mittelständische Unternehmen, in der Vermeidung der Insolvenz oder im Erhalt von Arbeitsplätzen gesehen werden. Alle diese Ziele können der gesellschaftlichen Verantwortung der Banken zugerechnet werden, allerdings dürfen dabei mögliche Zielkonflikte nicht übersehen werden. Der Euro, der heute aufgewendet wird, um einen Arbeitsplatz zu erhalten, wird nicht als Eigenkapital zur Verfügung stehen, um eine Insolvenz abzuwenden oder um zusätzliche Kredite auszugeben. Im Konfliktfall müssen Prioritäten gesetzt werden. Selbst wenn die gesellschaftliche Verantwortung vor allem in einer Verantwortung für Arbeitsplätze gesehen wird, bleibt die Frage, ob nicht möglicherweise die durch einen Arbeitsplatzabbau bewirkte Kostenersparnis und Gewinneinbehaltung Mittel freisetzen würde, deren Einsatz an anderer Stelle, etwa zur Eigenkapitalunterlegung eines Kredits für ein mittelständisches Unternehmen, letztlich mehr Arbeitsplätze schafft als unmittelbar zunächst verloren gehen. Aus dem Umstand, dass es sich hier um einen indirekten Effekt handelt,

ist nicht ohne weiteres zu schließen, dass dieser Effekt weniger bedeutend ist als der zunächst ins Auge fallende direkte Effekt.

Die einfache Forderung, die Unternehmen müssten ihrer volkswirtschaftlichen Verantwortung gerecht werden, geht über die Komplexität dieser Abwägungen hinweg. Diese Komplexität der erforderlichen Abwägungen erweist sich aber als unüberwindbares Hindernis, wenn man versucht, die Verpflichtung der Unternehmen auf eine volkswirtschaftliche Verantwortung zu operationalisieren, das heißt, in rechtlich handhabbaren Regeln materiell zu konkretisieren und mit justiziablen Verfahren durchzusetzen. Aus dieser Sicht mutet die Vorstellung von einem mit dieser Aufgabe betrauten Staatsanwalt unpraktikabel an: Gibt man diesem Staatsanwalt die Kompetenz, bei der Beurteilung der in strittigen Entscheidungen getroffenen Abwägungen seine eigenen Werturteile zum Maßstab zu machen, so besteht die Gefahr eines durch Rechtsunsicherheit geprägten Willkürregimes. Verlangt man stattdessen, dass der Staatsanwalt – oder in anderen Verfahren eine andere staatliche Instanz – nachweist, dass die von Seiten des Unternehmens getroffenen Abwägungen der volkswirtschaftlichen Verantwortung des Unternehmens nicht gerecht wurden, so ist damit zu rechnen, dass dies wirkungslos bleibt, denn dieser Nachweis ist im konkreten Fall kaum zu erbringen.

**670.** In einem solchen wenig aktionärfreundlichen Umfeld können gleichwohl Investoren, wie zum Beispiel Hedgefonds, mit lediglich einer Minderheitsbeteiligung einen signifikanten, als unverhältnismäßig und potenziell gesamtwirtschaftlich schädlich wahrgenommenen Einfluss auf ein Unternehmen erlangen. Der entscheidende Hebel, über den ein zielstrebig agierender Investor bei Publikumsgesellschaften trotz formalrechtlich eng begrenzter Möglichkeiten mittlerweile verfügt, ist der Börsenkurs oder synonym der *Shareholder Value*. Für die Unternehmensleitung ist der Börsenkurs wegen des Zusammenhangs zur persönlichen Entlohnung und der herausragenden Bedeutung als Erfolgsindikator bedeutsam. Zudem entscheidet er als Akquisitionswährung über die Möglichkeit, Beteiligungen an anderen Unternehmen erwerben zu können oder selbst übernommen zu werden. Mit der Internationalisierung von Unternehmen, der im Rahmen staatlicher Deregulierungsmaßnahmen erfolgten Erschließung zusätzlicher Wirtschaftsbereiche für die Privatwirtschaft und einem steigenden Kapitalangebot hat die Kursentwicklung seit den 1990er Jahren einen spürbaren Aufschwung genommen und die Hebelwirkung zusätzlich verstärkt. Anteilseigner mit Minderheitsbeteiligungen können folglich nicht wegen, sondern trotz der gegenwärtig über das Aktienrecht gewährten Befugnisse einen gewissen Einfluss auf die Unternehmensleitung ausüben.

**671.** In den Vereinigten Staaten sind diese Entwicklungen noch weiter fortgeschritten, und ihre Folgen treten daher dort noch deutlicher zutage. Die gegenwärtigen, an der Börsenkursentwicklung anknüpfenden Entlohnungssysteme können die Entscheidung der Vorstände verzerren und führen zu deren Bereicherung. Denn obwohl sie mit Anreizüberlegungen begründet werden, weisen die Entlohnungssysteme allenfalls einen oberflächlichen Zusammenhang zu optimalen Anreizverträgen auf: Es fehlt eine Bereinigung der Kursentwicklung um den Markttrend, bisherige Lohnbestandteile wurden durch die erfolgsabhängigen Komponenten nicht substituiert, und der Konnex zwischen Entlohnung und Erfolg wird durch hohe Abfindungszahlungen oder die Möglichkeit von Sicherungsgeschäften zusätzlich geschwächt. Für den Reformbedarf der Unternehmenskontrolle bedeutet dies, dass eine hohe Transparenz über die Beteiligungsverhältnisse in einem Unternehmen zwar wünschenswert ist. Deutliche Beschränkungen der Einflussmöglichkeiten von Anteilseignern sind aber weder erforderlich noch hilfreich.

**672.** Der mittlerweile vorliegende Entwurf für das „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“ (**Risikobegrenzungsgesetz**) zielt auf eine höhere Transparenz über

die Beteiligungsverhältnisse, führt aber gleichzeitig in einem bestimmten Aspekt zu einer Beschränkung der Einflussmöglichkeiten von Anteilseignern und ist daher in dieser Hinsicht skeptisch zu sehen: Er erschwert über die sehr weite Fassung eines „abgestimmten Verhaltens“ (*Acting in Concert*) mehrerer Finanzinvestoren die Organisation einer Aktionärsopposition, so dass die Kontrolle der Leitungsgremien erschwert und spiegelbildlich ihr Einfluss gestärkt wird.

Der Tatbestand des abgestimmten Verhaltens mehrerer Finanzinvestoren, die dann gemeinsam meldepflichtig oder mitteilungspflichtig sind, wird im Entwurf konkretisiert und erfasst jedes Zusammenwirken, das in einer Weise erfolgt, „die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen“ (§ 22 Absatz 2 Satz 2 Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG)). Aufgrund dieser sehr weiten Fassung würde es Finanzinvestoren vermutlich deutlich schwerer als bisher fallen, eine Opposition gegen Vorstand und Aufsichtsrat eines Unternehmens wirkungsvoll zu mobilisieren. Grundsätzlich könnte nicht ausgeschlossen werden, dass ein gegen die Vorschläge von Vorstand und Aufsichtsrat gerichteter Hauptversammlungsbeschluss mit dem Argument verhindert wird, die gleichgerichtete Stimmabgabe der Opponenten lasse auf abgestimmtes Verhalten schließen, und die betreffenden Stimmen seien nicht zu zählen, da die Meldepflichten nicht erfüllt worden seien. Obwohl eine derart weite Interpretation des § 22 Absatz 2 Satz 2 WpHG wahrscheinlich nicht intendiert ist und der Passus entsprechend eng auszulegen wäre, könnte seitens der Leitungsgremien ein Interesse an einer extensiven Interpretation immer dann bestehen, wenn sie befürchteten, in einem Konflikt zu unterliegen. Selbst wenn diese weite Auslegung später vor Gericht verworfen wird, arbeitet die Zeit bis zur juristischen Klärung für die Leitungsgremien und gegen die Finanzinvestoren.

Das erklärte Ziel des Risikobegrenzungsgesetzes ist die Erschwerung gesamtwirtschaftlich unerwünschter Aktivitäten, ohne dadurch effizienzfördernde Finanz- oder Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen. Im Gesetzentwurf selbst spielt diese Unterscheidung indes keine Rolle, vielmehr wird die unternehmerische Einflussnahme von Finanzinvestoren generell zugunsten der Leitungsgremien verschoben. Damit das Gesetz seinem eigenen Anspruch gerecht würde, müsste man folglich unterstellen, dass eine unternehmerische Einflussnahme von Finanzinvestoren von sich aus gesamtwirtschaftlich unerwünscht ist, eine von den Leitungsgremien eines Unternehmens beschlossene Finanz- oder Unternehmenstransaktion dagegen per se effizienzfördernd.

**673.** Wenn Änderungen im Verhältnis zwischen Leitungsgremien und Anteilseignern vorgenommen werden, sollten diese in Richtung einer **Stärkung der Aktionäre** gehen, deren Position in Deutschland verglichen mit anderen Ländern ohnehin eher schwach ist. Eine weitere Einschränkung ihrer Einflussmöglichkeiten würde die ineffizient dominierende Position der Leitungsgremien noch weiter ausbauen. Aus diesen Überlegungen folgt im Übrigen auch, dass eine stärkere Rolle von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder vinkulierten Namensaktien kontraproduktiv ist, denn beides würde das Kräfteverhältnis weiter zugunsten der Unternehmensleitung verschieben. Die Aktionäre sind nicht bloß Inhaber einer Aktie, sondern Miteigentümer der Unternehmen. Begrenzungen ihrer Verfügungsgewalt sollten auf das für einen reibungsfreien Rechtsverkehr unabdingbare Maß beschränkt bleiben. Aus dieser Sicht sind Anteilseigner, die aktiven Einfluss nehmen, positiv zu sehen und nicht als „Heuschrecken“ zu kritisieren.

## VI. Vorliegende Vorschläge zur Beschränkung ausländischer Investitionen

**674.** Das Auftreten ausländischer Investoren, nicht zuletzt aus Schwellenländern unter dem Schlagwort „Staatsfonds“, hat in den letzten Jahren große Aufruhr verursacht. Es wird als Bedrohung für die deutsche Volkswirtschaft gesehen und hat Rufe nach einer Beschränkung von Unternehmensübernahmen durch ausländische Investoren laut werden lassen, insbesondere wenn hinter diesen der Einfluss eines ausländischen Staates steht oder zumindest vermutet werden kann. Die vorangehende Analyse hat gezeigt, dass ökonomisch gerechtfertigte und juristisch umsetzbare Beschränkungen der Beteiligung an deutschen Unternehmen durch ausländische Investoren vor hohen Hürden stehen: Zum einen können die für derartige Beschränkungen angeführten ökonomischen Begründungen regelmäßig nicht überzeugen, weil entweder nicht klar ist, in wieweit eine Übernahme überhaupt das Gemeinwohl beeinträchtigen würde, oder weil andere, weniger invasive Instrumente zur Verfügung stehen, wie etwa das Wettbewerbsrecht. Zum anderen erlaubt die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit nur unter ökonomisch zu Recht eng definierten Voraussetzungen und verbietet insbesondere den allgemeinen Rekurs auf die öffentliche Sicherheit als Rechtfertigung für derartige Regulierungsmaßnahmen. Zwar kann man sich lebhaft Szenarien ausmalen, in denen ein übel gesinnter Investor florierende deutsche Unternehmen aufkauft, um sie anschließend zu verlegen oder in Grund und Boden zu wirtschaften. Eine rationale Politik sollte jedoch das realistisch Erwartbare und nicht mit Vorurteilen überladene Schreckensszenarien zum Maßstab bei der Wahl ihrer Mittel nehmen.

Der Sachverständigenrat sieht daher keine unmittelbare Notwendigkeit, Beteiligungen durch ausländische Unternehmen über das im Außenwirtschaftsgesetz bereits geregelte Maß hinaus zu beschränken. Anpassungsbedarf besteht allenfalls im Wettbewerbsrecht. Entschiede man sich gleichwohl für eine Schärfung der Beteiligungskontrolle, so müssten die dazu eingeführten Instrumente hohen Anforderungen an die für eine Versagung zu erfüllenden Kriterien und das bei der Prüfung einzuhaltende Verfahren genügen. Dies ist nicht nur erforderlich, um nicht spätestens bei der ersten Anwendung vor dem Europäischen Gerichtshof zu scheitern, sondern auch, weil sonst ein Werkzeug geschaffen würde, das sich zum Missbrauch bei in der öffentlichen Wahrnehmung als unerwünscht angesehenen Übernahmeversuchen geradezu anbietet – zum Schaden der deutschen Volkswirtschaft. Die bisher bekannten Vorschläge genügen diesen hohen Anforderungen jedoch nicht.

### Vorschläge in Deutschland

**675.** Ein erster Vorschlag war die Einrichtung eines **eigenen Staatsfonds**, für den bei der Klausur des Bundeskabinetts in Meseberg ein Prüfauftrag vergeben wurde. Gemäß dieser Idee sollten private Mittel der deutschen Finanzbranche verwendet werden, mit dem Ziel, eine staatlich kontrollierte Kapitalsammelstelle einzurichten, die strategisch wichtige Firmen vor unliebsamen Auslandsinvestoren absichern würde. Der Fonds sollte als langfristig orientierter strategischer Investor bei wichtigen deutschen Konzernen einsteigen und sie damit vor dem Zugriff ausländischer Investoren schützen. Alternativ könnte er als „weißer Ritter“ im Fall feindlicher Übernahmen durch Investoren aus dem Ausland einspringen.

Um den ihr zgedachten Zweck zu erfüllen, müsste diese Kapitalsammelstelle über ausreichende Mittel verfügen, um nicht nur ein deutsches Großunternehmen zu Marktpreisen aufkaufen zu kön-



nen. Abgesehen von den Anreizproblemen, die mit einer derartigen erneuten Verflechtung in der Tradition der „Deutschland AG“ verbunden wären, müsste ein solcher Fonds schwindelerregende Dimensionen annehmen. Dies wirft die Frage auf, woher die Gelder kommen sollten. Die Vorstellung, dass private Banken und Versicherungen die Mittel ihrer Anleger und Kunden zu diesem Zweck einsetzen, wäre beunruhigend. Da der Fonds in erster Linie politische oder strategische Ziele verfolgen würde, läge die Rendite seiner Anlagen deutlich unter der Marktrendite. Mit anderen Worten, die Anleger und Kunden der betroffenen Banken und Versicherungen würden für diese Aufgabe bezahlen. Der Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken hat bereits darauf hingewiesen, dass er die Durchsetzung staatlicher Sicherheitsinteressen für eine öffentliche und nicht für eine private Aufgabe halte. Diese Argumentation sollte ebenfalls für die Anleger und Kunden von öffentlich-rechtlichen Banken gelten oder für alternative Ideen, etwa die Beiträge für die Riester-Altersvorsorge in den Fonds einfließen zu lassen.

Die Idee einer solchen Kapitalsammelstelle wurde zwischenzeitlich zu den Akten gelegt. Und das ist auch gut so.

**676.** Ein zweiter **Vorschlag** stammt von **der CDU**, die unter dem Titel „In Chancen denken – Strategische Standortpolitik im 21. Jahrhundert“ ein Konzept zur Beschränkung ausländischer Investitionen in Deutschland vorgelegt hat. Unter Berufung auf Artikel 58 EG-Vertrag sollen zum Schutz der „öffentlichen Sicherheit“ oder der „strategischen Infrastruktur“ in Zukunft Beteiligungen an Unternehmen von über 25 vH genehmigt, unter Auflagen genehmigt oder untersagt werden können. Investitionsvorhaben aus Ländern außerhalb der Europäischen Union sollen ebenfalls diesem Verfahren unterworfen werden. Der bürokratische Aufwand für ausländische Investoren sowie für deutsche Unternehmen soll möglichst gering bleiben, und die Abwehrmaßnahmen sollen nicht die Regel werden, sondern die Ausnahme bleiben.

**677.** In der konkreten Ausgestaltung sind vorgesehen:

- Eine freiwillige Anzeige von Investitionsvorhaben, die Zusicherung eines vertraulichen Umgangs mit den Informationen bei freiwilliger Anzeige, eine maximale (rasche und international wettbewerbsfähige) Entscheidungsfrist und eine automatische Genehmigung des Investitionsvorhabens bei Nichtbefassung innerhalb eines festgelegten Zeitraums.
- Beteiligungen sollen genehmigt, unter Auflagen genehmigt oder untersagt werden.
- Sofern eine Beschränkung der Investitionsfreiheit beschlossen wird, muss sie auf objektiven und gerichtlich nachprüfbaren Kriterien beruhen.
- Bei Nicht-Anzeige einer Beteiligung kann innerhalb einer Frist von drei Jahren auf die Ausübung der Beteiligung Einfluss genommen werden.
- Die Entscheidung über eine Genehmigung unter Auflagen oder Untersagung einer Beteiligung soll innerhalb der Bundesregierung getroffen werden.

**678.** Ende Oktober wurde vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie ein **Referententwurf** vorgelegt, der große Ähnlichkeiten mit dem CDU-Vorschlag aufweist. Über eine Aus-



weitung des Begriffs des Schutzes der Sicherheit (§ 7 AWG) sollen der Erwerb eines in Deutschland ansässigen Unternehmens oder eine Beteiligung in Höhe von mindestens 25 vH reguliert werden, wenn diese durch einen ausländischen Investor geschieht. Dies bezieht sich auch auf die Beteiligung eines gebietsansässigen Unternehmens, an dem ein ausländischer Investor mit mindestens 25 vH beteiligt ist. Eine Unterscheidung nach Investorentyp (staatlich oder privat) ist nicht vorgesehen und die Herkunft des Investors spielt ebenfalls keine Rolle. Das Instrument kann somit gleichermaßen als Handhabe gegen eine unerwünschte Übernahme aus einem anderen Mitgliedsland der Europäischen Union wie gegenüber Investoren aus Drittstaaten dienen. Es besteht keine allgemeine Meldepflicht, aber das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie kann einen geplanten Unternehmenserwerb innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Kaufvertrags oder Veröffentlichung des Übernahmeangebots aufgreifen und prüfen. Während dieser Zeit ist das Rechtsgeschäft über den Unternehmenserwerb schwebend unwirksam (§ 31 Absatz 3 AWG). Nimmt das Bundesministerium sein Vetorecht innerhalb der drei Monate nicht wahr, wird der Erwerb nach Ablauf dieser Frist wirksam. Wird der Erwerb hingegen aufgegriffen und geprüft, so wird dies dem Erwerber mitgeteilt, der dann verpflichtet ist, die vollständigen Unterlagen zu übermitteln. Nach Eingang der Unterlagen hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie einen Monat Zeit, um den Erwerb zu untersagen oder gegebenenfalls Auflagen zu erlassen, ansonsten wird der Beteiligungserwerb wirksam.

**679.** Auf den ersten Blick mögen diese Regelungen weich und harmlos erscheinen, da keine allgemeine Meldepflicht, sondern nur ein Aufgriffsrecht eingeführt wird. Zudem wird in der Begründung des Referentenentwurfs ausführlich dargestellt, dass „ein offenes Investitionsregime zu den Grundpfeilern der wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland gehört“ und dass „ein klarer und offener Rechtsrahmen für ausländische Investitionen und Beteiligungen eine zentrale Voraussetzung für die stetige Integration der deutschen Wirtschaft in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung“ seien. Zwischen diesen Bekenntnissen und der Umsetzung in eine Investitionsbeschränkung klafft allerdings eine Lücke. Bei näherem Hinsehen erweist sich das Vorhaben als schwerwiegender Eingriff, der einen beträchtlichen Kollateralschaden anrichten kann, da er zur willkürlichen Auslegung und zum protektionistischen Einsatz einlädt.

**680.** Beiden Vorschlägen ist gemeinsam, dass ausländische Investoren – selbst aus dem gemeinsamen Binnenmarkt – unter den nicht genauer spezifizierten Generalverdacht gestellt werden, sie könnten die öffentliche Ordnung oder Sicherheit bedrohen. **Kriterien**, anhand derer diese Störung von Ordnung und Sicherheit zu beurteilen ist, fehlen. Dies steht im Widerspruch zu dem Anspruch einer nachvollziehbaren Begründung, die einer gerichtlichen Überprüfung zugänglich sein soll. Wenn objektive und nachprüfbar Kriterien im Nachhinein identifiziert werden können, so müsste es möglich sein, sie im Vorhinein zu spezifizieren. An dieser Stelle kann eingewandt werden, dass die Welt komplex sei und nicht alle Formen von feindseligen Angriffen im Vorhinein vorausgesehen und definiert werden können. Schließlich zeige die breite Diskussion, dass sich nicht ein klarer Bedrohungsfall herauskristallisiert, sondern sich eine Vielfalt von immer neuen Szenarien von Risiken durch feindlich gesinnte ausländische Investoren entwickelte. Deshalb brauche man ein Instrument, das flexible, diskretionäre Reaktionen ermögliche.

Damit wird allerdings die Notwendigkeit, Kriterien für einen besonderen Schutz zu definieren, nur **zeitlich verschoben**. Spätestens beim ersten Fall wird der Bundeswirtschaftsminister gezwungen sein, Prüfkriterien aufzustellen. Das Vertrauen darauf, dass man die problematischen Fälle schon erkennen werde, sobald sie vorlägen, mag im Vorhinein beruhigen, kaum aber aufgrund der Unbestimmtheit der Bedrohungsszenarien nicht wirklich überzeugen. De facto wird die Definition, die zu geben jetzt Kraft oder Wille fehlen, später über Präzedenzfälle oder über Gerichtsurteile festgeschrieben werden.

Auch das Abschreckungselement dieser Regelung wird dadurch untergraben, dass es keine Ex-ante-Kriterien für eine Ablehnung gibt und zudem unklar bleibt, wer sich angesprochen und abgeschreckt fühlen sollte. Einerseits soll das Instrument nur in absoluten Ausnahmefällen eingesetzt werden, aber andererseits wird nicht gesagt, wie diese Ausnahmefälle definiert sind. Dies erleichtert die Entscheidung eines potenziellen ausländischen Investors kaum. Wenn es keine klaren Kriterien gibt, herrscht Rechtsunsicherheit und möglicherweise sogar Willkür.

Immerhin hat der Referentenentwurf gegenüber dem Vorschlag der CDU den Vorteil, dass die eklatanteste Form der Rechtsunsicherheit abgeschwächt wurde, indem das Aufgriffsrecht auf drei Monate anstelle von drei Jahren reduziert wurde.

Weitreichende Eingriffsmöglichkeiten, die nicht auf objektiven und gerichtlich überprüfbaren Kriterien beruhen, bergen außerdem die Gefahr der *Regulatory Capture*. Mit Bedacht wurde etwa das Wettbewerbsrecht weitgehend einer *Rule of Law* unterworfen, das heißt, es wird verhältnismäßig politikfern durch Richtlinien, Kommissionen und Gerichte entschieden und durchgesetzt. Die Übertragung von wettbewerbsrechtlichen Kompetenzen auf die Ebene der Europäischen Union dient ebenfalls dem Zweck, diese von den Wendungen der Tagespolitik abzuschirmen. Die Politik war weitsichtig genug, sich selbst vor der Versuchung zu schützen, spezielle Interessen auf Kosten der Allgemeinheit zu begünstigen. Das vorgeschlagene Instrument hingegen würde arbiträre Eingriffsmöglichkeiten in die Hände der Regierung übergeben, ohne klare Handlungsanweisungen oder Schranken für die Interpretation zu setzen. Damit liefe es Gefahr, dass sich der Einsatz an der Lautstärke des Protests und an der jeweils herrschenden Stimmung orientiert.

### Die neuen Regelungen in den Vereinigten Staaten

**681.** Befürworter eines Instruments zur Investitionsbeschränkung verweisen oftmals auf die **Vereinigten Staaten**. Dort herrsche eine reine Form der Marktwirtschaft, und dennoch gebe es ein starkes Kontrollinstrument, das vor kurzem noch geschärft wurde. Allerdings ist es in den Vereinigten Staaten mächtigen Partikularinteressen immer wieder gelungen, protektionistische Ziele durchzusetzen, und trotz erklärter Offenheit für Investitionen aus dem Ausland haben Investitionsbeschränkungen dort eine lange Geschichte. Zudem können die jüngsten Entwicklungen in den Vereinigten Staaten als ein Paradebeispiel dafür angesehen werden, dass selbst ein weiches Instrument, das ursprünglich nur für Ausnahmefälle gedacht war und selten eingesetzt wurde, schnell ausgeweitet und politisiert werden kann, wenn es ins Blickfeld der Tagespolitik gerät.

**682.** Die rechtlichen Grundlagen der Investitionsbeschränkung sind zum einen der *Omnibus Trade and Competitiveness Act* aus dem Jahr 1988, zum anderen der Abschnitt 721 des *Defense*

*Production Act* aus dem Jahr 1950. Letzterer ist unter dem Titel „*Exon-Florio*“-Vorschrift bekannt, die es dem Präsidenten ermöglicht, sich gegen einen Kauf oder eine Übernahme von ausländischen Unternehmen zu entscheiden, sofern er die nationalen Sicherheitsinteressen der Vereinigten Staaten als verletzt sieht. Die *Exon-Florio* Regelung enthält dabei eine Liste der – bei einer Übernahme – zu prüfenden Sachverhalte, wie beispielsweise den Technologie- oder Wissenstransfer, den Verlust der nationalen Kontrolle eines Unternehmens, die Freigabe möglicher sensibler Daten aus dem militärischen Bereich oder den Verlust einer technologischen Führerschaft. Es besteht keine generelle Meldepflicht, sondern ein Genehmigungsverfahren mit Selbstanzeige, wobei das Komitee in bestimmten Fällen selbst die Prüfung veranlassen kann. Die Prüfung wird von einem Ausschuss – *Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)* – vorgenommen. Das *CFIUS* ist aus Angehörigen von Ministerien zusammengesetzt und wird vom Finanzminister geleitet. Die Anzahl der überprüften Transaktionen durch das *CFIUS* ist im vergangenen Jahr auf 113 angestiegen und liegt damit um 74 vH über der des Vorjahrs.

Als Reaktion auf die massive Empörung der Politik bei der Übernahme der Peninsular & Oriental Steam Navigation Company, die mehrere US-Häfen kontrollierte, durch die Firma Dubai Ports, beschloss der Kongress eine weitere Verschärfung des Prüfverfahrens und eine verstärkte Einflussnahme auf die *CFIUS*. Die *CFIUS* hatte die Übernahme zwar nach den geltenden Regeln geprüft und genehmigt, im Kongress folgte dann aber ein Sturm der Entrüstung, und Dubai Ports sah sich gezwungen, seine Anteile an eine amerikanische Firma zu verkaufen. Im Oktober 2007 trat ein neues Gesetz – *Foreign Investment and National Security Act (FINSIA)* – in Kraft, welches sicherheitsrelevante Transaktionen automatisch der Prüfung unterstellte und den Untersuchungszeitraum verlängerte. Zudem wurden für alle Übernahmen durch Ausländer die Prüffaktoren erweitert, zusätzliche Branchen einbezogen und die sicherheitsrelevanten Auswirkungen breiter ausgelegt. So können in Zukunft bei staatlich kontrollierten Investoren derart politische Themen wie die Bemühungen des entsprechenden Staates bei der Bekämpfung des Terrorismus eine Rolle spielen. Weiter sind unter dem Punkt *Additional Factors for Consideration (Section 4)* dehnbare Kriterien wie die langfristigen Interessen der Vereinigten Staaten an der Sicherung der Energie- und Rohstoffversorgung anzulegen. Schließlich wird der Willkür Tür und Tor geöffnet, indem andere Faktoren, die der Präsident oder das Komitee als relevant erachten („*such other factors as the President or the Committee may determine to be appropriate, generally or in connection with a specific review or investigation*“), berücksichtigt werden können. Darüber hinaus etabliert das Gesetz eine stärkere Information und Beteiligung des Kongresses, der diese Ausweitung seiner Kompetenzen mit großer Mehrheit verabschiedet hat.

**683.** Diese Entwicklungen zeigen exemplarisch die **Gefahr einer allgemeinen Investitionsbeschränkung**. Zum einen schafft die weiche Formulierung der Prüfkriterien Unsicherheit über die Intention der Regierung. So nahm schon unter der früheren Regulierung die Zahl der Anträge auf Genehmigung nach den Anschlägen vom 11. September 2001 stark zu. Aus einer Genehmigung, die nur für Ausnahmefälle vorgesehen war, wurde immer mehr der Regelfall. Selbst wenn es in der Folge nur selten zu einer Ablehnung durch den Präsidenten kam, so häuften sich doch die Fälle, in denen Übernahmebemühungen wegen öffentlichen Drucks und der Angst vor negativen Schlagzeilen abgebrochen wurden. Ein Nebeneffekt der Prüfkommision besteht nämlich in einer höheren Öffentlichkeit von Investitionsvorhaben. Dies führt zu einem stärkeren Einfluss der Medien, der

jeweiligen Stimmungslage und dazu, dass die Entscheidungen zunehmend politisiert werden. Beispielhaft hierfür war der Abbruch der geplanten Übernahme des kalifornischen Unocal-Konzerns durch die China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), weil sich im Kongress Widerstand formierte, noch bevor die *CFIUS* überhaupt eine Prüfung vorgenommen hatte. Mit den neuen Regelungen verstärkt sich die Gefahr, dass in den Vereinigten Staaten ausländische Investitionsvorhaben von der jeweiligen Tagespolitik anstelle einer *Rule of Law* bestimmt werden. Aus diesen Gründen sollten sie für Deutschland nicht als Vorbild, sondern als Warnung dienen, diesem Beispiel nicht zu folgen.

### Fazit

**684.** Aufgrund der obigen Überlegungen lehnt der Sachverständigenrat die bisher vorgelegten Instrumente zur Beschränkung eines Erwerbs von Unternehmen oder relevanter Unternehmensbeteiligungen durch ausländische Investoren ab. Eine Mindestanforderung an ein neues Instrument wäre die genauere Beschreibung der tatsächlichen oder vermeintlichen Bedrohung. Dem könnte durch eine Beschreibung und Eingrenzung der Sicherheitsinteressen und durch eine präzise Formulierung der Prüfkriterien Rechnung getragen werden.

**685.** Im Vorfeld wäre zu prüfen, ob es überhaupt einer Beschränkung von Beteiligungen bedarf, um die identifizierten Risiken zu reduzieren, oder ob bereits bestehende Instrumente den Zweck erfüllen. Ein neues Instrument müsste für die Wahrung des spezifizierten öffentlichen Interesses geeignet, notwendig und verhältnismäßig sein. Das betreffende Problem dürfte nicht genauso gut durch andere, die Kapitalverkehrsfreiheit nicht verletzende Eingriffe gelöst werden können. Für eine Reihe von möglichen Problemfällen, die in der Öffentlichkeit genannt werden, gibt es bereits Mechanismen. Beispielsweise wird der Schutz vor übermäßiger Konzentration auf Märkten durch das Kartell- und Wettbewerbsrecht gesichert. Dieses stellt, *nota bene* unbesehen der Nationalität und Art eines Investors, den Schutz der Gemeinwohlinteressen an einem funktionierenden Wettbewerb sicher.

Das Wettbewerbsrecht würde ebenfalls den Fall einer Vorwärtsintegration von Gazprom im deutschen Energiemarkt aufgreifen. Sollte die Prüfung Lücken im Wettbewerbsrecht aufdecken, so sollten diese im allgemeinen Interesse ebenso für inländische Investoren geschlossen werden. Ein weiteres Instrument, um ein öffentliches Interesse an strategischen Netzen zu sichern, ist, dass der Staat sich die Mehrheit der Eigentumsrechte vorbehält, wie bei der Bahn, dem Frankfurter Flughafen und dem Hamburger Hafen. Zu prüfen wäre, ob die Verpflichtungen zur Grundversorgung mit Netzdienstleistungen, die sich aus den geltenden gesetzlichen Bestimmungen, beispielsweise des Telekommunikationsgesetzes, des Energiewirtschaftsgesetzes, oder des Postgesetzes ergeben, nicht ausreichen, um Befürchtungen des Leistungsabbaus durch private Eigentümer zu begegnen.

**686.** Aus der Perspektive des Europäischen Rechts können ebenfalls nur in genau definierten Fällen Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit zur Wahrung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit vorgenommen werden. Der Europäische Gerichtshof und die Europäische Kommission haben bisher darüber gewacht, dass der Begriff der öffentlichen Ordnung und Sicherheit eng ausgelegt wird. Damit soll vermieden werden, dass einzelne Mitgliedsländer unter dem Deckmantel der nationalen Sicherheit die Kapitalverkehrsfreiheit unterlaufen und sichergestellt werden, dass

ein effizienter europäischer Kapitalmarkt aufrechterhalten bleibt. Die Europäische Kommission hat die französischen Regelungen beanstandet, und der Europäische Gerichtshof hat eine Reihe von Sonderregelungen anderer Mitgliedsländer für ungültig erklärt. Die Angst in Deutschland, der „einzige Dumme“ zu sein, ist hier ein schlechter Ratgeber. Gerade für Deutschland als großer Kapitaleporteur gehört es zu den vitalen Interessen, darüber zu wachen, dass die europäischen Regeln der Kapitalverkehrsfreiheit nicht von anderen aufgeweicht werden. Fatal wäre es, selbst dazu beizutragen.

## VII. Eine andere Meinung

**687.** Ein Mitglied des Rates, Peter Bofinger, kann sich den Ausführungen der Mehrheit in diesem Kapitel nicht anschließen.

Als Ausgangspunkt für die Diskussion über Staatsfonds sollte ein wichtiges marktwirtschaftliches Grundprinzip dienen, das der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2002 wie folgt formuliert hat: „Der Staat sollte sich aus allen Tätigkeiten zurückziehen, die genauso gut oder besser dem Markt überlassen werden können“ (Ziffer 380). Im Jahresgutachten 1993 wird argumentiert: „Weitere Privatisierung könnte ein wichtiger Beitrag sein, um die Effizienz in der Volkswirtschaft zu erhöhen und Wachstumskräfte freizusetzen“ (Ziffer 406).

Demnach wäre es ein ordnungspolitischer Fehler, wenn die Bundesregierung beschließen sollte, über den Ankauf von Aktien ein großes deutsches Unternehmen wie zum Beispiel Siemens oder die Deutsche Bank zu **verstaatlichen**. Die Gründe hierfür sind evident: Die Kontrolle des Managements durch den Aktienmarkt ginge verloren, und aufgrund der staatlichen Unterstützung könnte das Unternehmen Vorteile gegenüber anderen Wettbewerbern aufweisen. Auf längere Sicht wäre zu befürchten, dass ein verstaatlichter Betrieb aufgrund solcher Ineffizienzen seine Position auf den Weltmärkten einbüßt und dass damit Arbeitsplätze verloren gehen.

**688.** Die Gründe, die gegen eine Verstaatlichung von Unternehmen durch die nationale Politik gelten, sollten auch bei der Diskussion über den Umgang mit Staatsfonds berücksichtigt werden. Würde Siemens von dem chinesischen Staatsfonds aufgekauft, würde es zu einem staatseigenen Unternehmen, das mehr oder weniger unter der direkten Regie der chinesischen Regierung stünde. Dabei sollten die ordnungspolitischen Bedenken gegen einen Einfluss der chinesischen Regierung auf die Unternehmenspolitik mindestens so ernst genommen werden wie bei einer Kontrolle durch den deutschen Staat. Zudem gelten hier alle Probleme, die von der Mehrheit zur Effizienz der staatlichen **Industriepolitik** genannt werden. Es wäre bei dieser Sichtweise fatal, wenn ein heute sehr wettbewerbsfähiges deutsches Unternehmen zum Objekt ineffizienter industriepolitischer Ziele eines ausländischen Staates würde.

**689.** Problematisch ist dabei nicht, wenn ausländische Staatsfonds **Minderheitsbeteiligungen** erwerben. Ein Beispiel hierfür ist die Beteiligung des Staates Kuwait an Daimler-Benz im Jahr 1974, die sich damals auf 14 vH des Grundkapitals, heute sind es noch rund 7 vH, belaufen hatte. Die kritische Grenze ist also dort zu ziehen, wo sich umfassende Kontrollrechte an einem Unternehmen ergeben. Wie das Beispiel des norwegischen GPFG verdeutlicht, liegt es dabei durchaus im



Interesse von ausländischen Staatsfonds, eine Diversifizierung durch Minderheitsbeteiligungen zu erreichen.

**690.** Bei den sehr hohen Reservebeständen und damit auch Investitionspotenzialen von **China** stellt sich ein noch grundsätzlicheres Problem. Diese Anlagemittel sind zu einem erheblichen Teil darauf zurückzuführen, dass die Wirtschaftspolitik dieses Landes in starkem Maße in Marktprozesse eingreift:

- Anders als bei Ölförderländern sind die hohen Leistungsbilanzüberschüsse nicht das Resultat eines Verzehrs erschöpflicher Ressourcen. Sie ergeben sich vielmehr zu einem nicht unerheblichen Teil daraus, dass die Zentralbank massiv am Devisenmarkt interveniert und damit eine Aufwertung der Landeswährung verhindert.
- Der noch über die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse hinausgehende Anstieg der Devisenreserven, in der Zeit von 1999 bis 2007 waren dies immerhin rund 4 000 Mrd US-Dollar, ist allein Ausdruck dieser marktwidrigen Währungspolitik.
- Die Konzentration der mit den Leistungsbilanzüberschüssen einhergehenden Auslandsforderungen in staatlicher Hand ergibt sich aus Kapitalverkehrsbeschränkungen, die private Anleger daran hindern, ihre Mittel im Ausland anzulegen.

Es ist bedenklich, wenn ein Land für eine solche Politik gleichsam belohnt wird, indem ihm enorme Währungsreserven zufließen, die es ihm ermöglichen, strategische Investitionen in Ländern durchzuführen, die keine derartigen dirigistischen Maßnahmen vornehmen. Dies ist besonders problematisch, da sich der Anstieg der Reservebestände Chinas noch zu verstärken droht. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds werden diese vom Jahr 2006 bis zum Jahr 2008 um rund 900 Mrd US-Dollar zunehmen, in der Phase von 2004 bis 2006 waren es nur rund 450 Mrd US-Dollar.

**691.** Es ist deshalb konsequent, dass die Bundesregierung derzeit – bei einem grundsätzlichen Festhalten am Prinzip der Investitionsfreiheit – nach Möglichkeiten sucht, mit denen diesen Entwicklungen im Rahmen des **Außenwirtschaftsgesetzes** Rechnung getragen werden kann. Angestrebt wird eine Prüfung durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, die immer dann vorgenommen werden kann, wenn ein Ausländer Anteile an einem inländischen Unternehmen und dabei mindestens 25 vH der Stimmrechte hält. Diese Prüfung soll innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Kaufvertrags oder Veröffentlichung des Übernahmeangebots vorgenommen werden. Bei der generellen Problematik einer Verstaatlichung deutscher Unternehmen durch ausländische Staatsfonds ist es angemessen, dass auf eine Benennung bestimmter Branchen verzichtet werden soll.

**692.** Mit einer solchen Regelung würde Deutschland über ein ähnliches Instrumentarium verfügen wie die meisten anderen Länder, beispielsweise der *Enterprise Act* im Vereinigten Königreich, das *Exon-Florio-Amendment* in den Vereinigten Staaten und ein entsprechendes Dekret in Frankreich (Schaubild 87, Seite 395).



Es ist – wie von der Mehrheit betont wird – nicht auszuschließen, dass die von der Bundesregierung geplante Regelung mit dem geltenden Europarecht nicht zu vereinbaren ist. In diesem Fall sollte die Politik darauf hinarbeiten, dass der rechtliche Rahmen in Europa entsprechend angepasst wird.

Soweit die Meinung dieses Ratsmitglieds.

### Literatur

- Aghion, P. und R. Griffith (2005) *Competition and Growth*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Brander, J. und B. Spencer (1985) *Export Subsidies and International Market Share Rivalry*, Journal of International Economics, 18, 83 - 100.
- Golub, S. (2003) *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, OECD Working Paper 357.
- G8-Gipfel (2007) [www.g-8.com](http://www.g-8.com), Abruf: 12.10.2007.
- Monopolkommission (2003) *Netzettbewerb durch Regulierung: Hauptgutachten 2000/2001*, Nomos, Baden-Baden.
- OECD (2003) *OECD Economic Outlook 73, Foreign Direct Investment Restrictions in OECD Countries*.
- OECD (2007) *International investment perspectives: Freedom of investment in a changing world*, OECD, Paris.
- Panetta, F. (2003) *Ausländische Direktinvestitionen und Welthandelsordnung*, Dissertation Universität Heidelberg, <http://www.ub.uni-heidelberg.de/archiv/3281/>, Abruf: 27.10.2007.
- Porter, M. und M. Sakakibara (2004) *Competition in Japan*, Journal of Economic Perspectives, 18, 27 - 50.
- Rechtssache 72/83, 02727 (1984) Urteil des Gerichtshofes vom 10. Juli 1984. *Campus Oil Limited und andere gegen Minister for Industry and Energy und andere*. Ersuchen um Vorabentscheidung: High Court – Irland. Freier Warenverkehr – Versorgung mit Erdölzeugnissen.
- Steyt, J.-Y. P. (2006) *Comparative Foreign Direct Investment Law: Determinants of the Legal Framework and the Level of Openness and Attractiveness of Host Economies*, Cornell Law School LL. M. Papers Series.
- Summers, L. H. (2007) *Opportunities in an era of large and growing official wealth*, Sovereign wealth management, 15 - 28.
- Tyson, L. (1992) *Who's Bashing Whom?: Trade conflict in high-technology industries*, Washington Institute for International Economics.
- UNCTAD (2006) *World Investment Report*, United Nations Publications.
- UNCTAD (2007) <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=2344&lang=1>, Abruf: 24.10.2007.
- Uppal, R. (1992) *The Economic Determinants of Investors' Portfolios: A Survey*, Journal of International Financial Management and Accounting, 4, 171 - 189.