



14. Juli 2009

Staatsfonds und Investitions- politik – der aktuelle Stand

Staatsfonds befinden sich auf dem Weg in eine für sie neue Normalität. Nach der Vereinbarung internationaler Prinzipien über Transparenz und Geschäftsführung und unterstützt durch Richtlinien für eine offene Investitionspolitik in den Empfängerländern werden Staatsfonds zunehmend von Finanzmarktteilnehmern und politischen Entscheidungsträgern als institutionelle Anleger unter vielen anerkannt.

Das von Staatsfonds verwaltete Vermögen ist auf USD 3,6 Billionen angewachsen. Dieses Vermögen dürfte weiterhin um 15% pro Jahr wachsen, so dass Staatsfonds 2010 knapp USD 5 Billionen und 2015 etwa USD 10 Billionen im Bestand haben dürften.

Die massiven Engagements im Finanzsektor in den letzten zwölf Monaten sind das beherrschende Investitionsthema. Weitere Trends sind die nach wie vor bestehende Dominanz asiatischer Staatsfonds als Investoren, Nordamerika und EU als bevorzugte Investitionsziele der Staatsfonds und die aus Branchensicht relativ ausgewogenen Investitionen in der EU.

Die enormen Staatsfondsinvestitionen im Finanzsektor in den letzten Monaten – insgesamt USD 92 Mrd. – wurden durch das Zusammenreffen verschiedener Faktoren ausgelöst: Hohe Kapitalzuflüsse, attraktiv erscheinende Anlageoptionen im Finanzsektor, niedrige Aktienpreise und strategische Erwägungen. Aufgrund der Notwendigkeit zur Portfoliodiversifizierung, zur Verringerung der Portfoliorisiken und zur Beschränkung finanzieller Risiken ist dieser Trend zwischenzeitlich jedoch abgeflaut.

Größere Transparenz, eine verbesserte Geschäftsführung und -struktur der Staatsfonds sowie eine offene Investitionspolitik in den Empfängerländern kristallisierten sich als wichtigste politische Ziele heraus.

Zu Transparenz und Geschäftsführung hat die International Working Group of SWFs (IWG) 24 Prinzipien, die so genannten "Santiago Prinzipien", vorgelegt, die eine Verpflichtung auf finanzielle Ziele und Richtlinien für eine höhere Transparenz und die Offenlegung der Beziehungen zwischen Staatsfonds und Regierung beinhalten. Sie sind ein wichtiger Schritt und ihre Einhaltung könnte sich durchaus zum Qualitätssiegel für Staatsfonds entwickeln.

Hinsichtlich der Investitionspolitik richten sich die Blicke auf die OECD und deren Arbeit an Richtlinien für liberale Investitionsbedingungen. In der Zwischenzeit droht jedoch eine Verschlechterung des politischen Klimas bezüglich offener Märkte. Alle Bemühungen sollten sich auf die Umsetzung der OECD-Richtlinien und deren weltweite Einhaltung konzentrieren.

Bei der vorliegenden Publikation handelt es sich um die deutsche Wortlaut-Übersetzung der am 22. Oktober 2008 veröffentlichten Studie „SWFs and foreign investment policies – an update“, die in der Reihe Current Issues bei Deutsche Bank Research erschienen war. Sie gibt den Stand der Daten und Entwicklungen zum damaligen Zeitpunkt wieder. Aktualisierte Zahlen und Fakten enthält der Beitrag „Staatsfonds – staatliche Investitionen in der Finanzkrise“, Deutsche Bank Research, Juli 2009.

www.
dbresearch.de

Autor

Steffen Kern
+49 69 910-31889
steffen.kern@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistentz

Sabine Kaiser

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main

Deutschland

Internet: www.dbresearch.de

E-Mail: marketing.dbr@db.com

Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

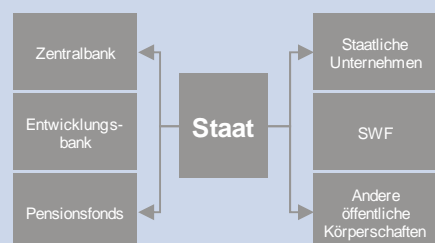
Norbert Walter

Einführung

Staatsfonds – Begriffsbestimmung und Rolle

SWF sind staatlich kontrollierte Fondsgesellschaften, die in der Regel aus Devisenüberschüssen gespeist werden und die errichtet werden, um den Zielen eines Stabilisierungsfonds, Sparfonds für künftige Generationen, Rücklagenfonds, Entwicklungsfonds oder Pensionsrückstellungsfonds zu dienen – zumeist durch eine Investition der Mittel im Ausland und auf relativ langfristiger Basis.

Staatsfonds ergänzen dabei andere staatliche Organisationen, wie Zentralbanken, Entwicklungsbanken und Pensionsfonds sowie weitere Formen des Staatsbesitzes, wie staatliche Unternehmen und andere öffentliche Körperschaften.



Staatliche Investmentfonds (SWF) stehen im Rampenlicht. Spätestens seit Mitte 2007, als das Ausmaß der Staatsfonds-Geschäfte und ihres möglichen Einflusses die breitere Öffentlichkeit erreichte, beschäftigt das Thema die Finanzwelt, Politiker, Ökonomen und Wissenschaftler gleichermaßen. Zu Beginn der öffentlichen Diskussionen legten wir eine umfassende Analyse der Staatsfonds, ihrer Bedeutung für die Finanzmärkte und damit zusammenhängende politische Themen vor.¹ Vieles hat sich seitdem verändert. Eine ausführliche Diskussion über eine stärkere Transparenz der Staatsfonds und verbesserte Governance wurde angestoßen. Einige Länder haben ihre Investitionspolitik überarbeitet. Der wohl wichtigste Punkt aber ist eine Reihe aufsehenerregender Investitionen staatlicher Investmentfonds, nicht zuletzt in der angeschlagenen Finanzbranche.

Die vorliegende Studie knüpft an das Herbsttreffen 2008 des Internationalen Währungsfonds (IWF) an, anlässlich dessen die Internationale Arbeitsgruppe der Staatlichen Investmentfonds (IWG²) ihre „Allgemein akzeptierten Prinzipien und Praktiken“ (GAPP³) für Staatsfonds vorstellte. Im Einzelnen gehen wir ein auf

- aktuelle Informationen zu Marktentwicklungen,
- eine zusätzliche Analyse der Staatsfonds und ihrer Aktivitäten und
- eine Zusammenfassung der politischen Initiativen der letzten Monate.

Staatsfonds sind auf dem Weg in eine für sie neue Normalität:

- Eine Normalität, in der Staatsfonds von Märkten und Politikern als einer unter vielen institutionellen Anlegern anerkannt werden, der sich allerdings in einigen Aspekten unterscheidet,
- in der internationale Prinzipien einen Anreiz für Staatsfonds bieten und ihre Akzeptanz an ausländischen Märkten und im politischen Umfeld fördern,
- in der international vereinbarte Prinzipien als Messlatte für eine offene Investitionspolitik in den Empfängerländern dienen und
- in der die größten Staatsfonds ihren Status als institutionelle Star-Investoren behalten werden, da es allein aufgrund ihrer Größe und Aura für sie unmöglich sein wird, unauffällig zu agieren.

¹ Kern (2007).

² International Working Group of Sovereign Wealth Funds.

³ Generally Accepted Principles and Practices.

Übersicht über wichtige Staatsfonds weltweit*

Land	Fonds	Jahr	Quelle		Anlagevolumen (USD Mrd.)
			C	NC	
AE	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976		875	
NO	Norges Bank Investment Management (NBIM)	1990		401	
SA	Various funds	NA		350	
SG	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981		330	
KW	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953		264	
CN	China Investment Corporation (CIC)	2007		200	
HK	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1998		152	
RU	Reserve Fund	2008		141	
SG	Temasek Holdings Ltd.	1974		131	
LY	Libyan Arab Foreign Investment Company (LAFICO)	1981		100	
AE	Investment Corporation of Dubai	2006		82	
QA	Qatar Investment Authority (QIA)	2005		60	
AU	Australian Government Future Fund (AGFF)	2004		59	
RU	National Wealth Fund	2008		49	
DZ	Fonds de Régulation des Recettes de l'Algérie	2000		47	
US	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	1976		40	
BN	Brunei Investment Agency (BIA)	1983		35	
IE	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	2001		31	
SK	Korea Investment Corporation (KIC)	2006		30	
KZ	Kazakhstan National Fund (KNF)	2000		26	
VE	National Development Fund of Venezuela	2005		21	
CL	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	2007		17	
NG	Excess Crude Account	2004		17	
CA	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1976		17	
MY	Khazanah Nasional Berhad (KNB)	1993		16	
US	New Mexico State Investment Office Trust Funds	1958		15	
IR	Foreign Exchange Reserve Fund	1999		15	
TW	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	2000		15	
AE	Abu Dhabi International Petroleum Investment Company	1984		12	
NZ	New Zealand Superannuation Fund	2003		11	
BH	Bahrain Mumtalakat Holding Company	2006		10	
AE	Mubadala Development Company Abu Dhabi	2002		10	
AE	Istithmar World of Dubai	2003		10	
OM	State General Stabilisation Fund (SGSF)	1980		8,2	
BO	Pula Fund	1993		6,6	
SA	Sanabil al-Saudia	2008		6,5	
MX	Oil Income Stabilization Fund	2000		5,0	
US	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWTM TF)	1974		4,0	
AZ	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ)	1999		3,3	
US	Alabama Trust Fund	1986		3,1	
TL	Timor-Leste Petroleum Fund	2005		3,0	
NO	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	1986		2,9	
CL	Chile Pension Reserves Fund	2007		2,4	
CO	Colombia Oil Stabilization Fund	1995		2,1	
VN	Vietnam State Capital Investment Corporation (SCIC)	2005		2,1	
TT	Heritage and Stabilisation Fund	2007		2,0	
AE	Ras Al Khaimah Investment Authority (RAK IA)	2008		1,2	
VE	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	1998		0,8	
KI	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	1956		0,6	
CA	Fonds des Générations, Québec	2006		0,6	
GA	Fund for Future Generations	1998		0,4	
UG	Poverty Action Fund	1998		0,4	
MR	Fonds National des Revenus des Hydrocarbures	2006		0,3	
SU	Oil Revenue Stabilization Account	2002		0,3	
PG	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	1974		0,2	
AO	Reserve Fund for Oil	2007		0,2	
TV	Tuvalu Trust Fund	NA		0,1	
FM	Compact Trust Fund of Micronesia	NA		0,1	
MH	Compact Trust Fund of the Marshall Islands	NA		0,1	
ST	National Oil Account of São Tomé, Príncipe	2004		0,0	
TO	Tonga Trust Fund	NA		0,0	
AE	Dubai International Financial Centre Investments (DIFC)	2002		NA	
NR	Phosphate Royalties Stabilization Fund of Nauru	2007		NA	
AE	Emirates Investment Authority (EIA)	2007		NA	
Gesamt				3.645	
<i>Nachrichtlich: Liquidierte Fonds</i>					
RU	Stabilisation Fund of the Russian Federation (SFRF)	03-08		157	
PG	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	74-01		0,2	

* Liste der SWF weltweit unter Angabe von Ursprungsland, offiziellem Namen oder funktionellen Beschreibungen des Fonds, Gründungsjahr, Quelle der Finanzmittel (C=Rohstoff, NC=Nicht-Rohstoff), Anlagevermögen in USD Mrd., einschließlich Bandbreiten, wie sie von anderen öffentlichen oder privaten Quellen berechnet worden sind. Daten entsprechen den jeweils jüngsten Zahlen, die von den jeweiligen Staatsfonds oder anderen zuverlässigen Quellen vorgelegt wurden. Verschiedene Berichtsdaten zwischen 2004 und 2008.

Die Globale Staatsfonds-Landschaft – Entwicklungsstand

Kräftiges Wachstum

Neue Staatsfonds in der Diskussion*

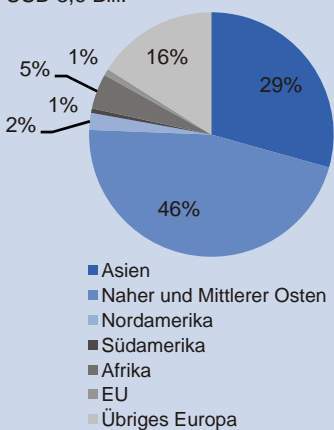
Land	Status	AuM	Jahr	Quelle	
				C	NC
Taiwan	Geplant	62	2008		
Thailand	Diskutiert	10	2008		
Japan	Geplant	10	2009		
Brasilien	Geplant	8	2008		
Indien	Diskutiert	5	2009		
Bolivien	Geplant	NA	2008		
Nigeria	Geplant	NA	2008		
Kanada	Diskutiert	NA	2009		
Gesamt		95			

* Liste der Länder, in denen die Gründung eines Staatsfonds auf politischer Ebene erwogen wird (geplant oder beschlossen), unter Angabe von Ursprungsland, Stand der Diskussion, Anlagevermögen in USD Mrd. wie geplant oder angekündigt, voraussichtliches Gründungsjahr und Quelle der Finanzmittel (C=Rohstoff, NC=Nicht-Rohstoff). Daten entsprechen den jeweils jüngsten Zahlen, die von den jeweiligen Staatsfonds oder anderen zuverlässigen Quellen vorgelegt wurden. Nigeria: Neuer Fonds geplant

Quellen: Verschiedene öffentliche Quellen, DB Research **2**

SWF AuM: Regionale Verteilung

Regionale Verteilung des SWF-Vermögens in % des Gesamtvermögens: USD 3,6 Bill.



Quelle: DB Research **3**

Verwaltete Vermögen

Die Staatsfonds-Branche ist aufgrund der permanent hohen Einnahmen aus Rohstoffverkäufen und Anhäufung von Reserven bei bereits bestehenden Fonds sowie der Gründung neuer Fonds im Jahr 2008 enorm gewachsen.

Das gesamte Anlagevolumen der hier untersuchten 64 Staatsfonds dürfte sich⁴ insgesamt auf USD 3,6 Billionen belaufen. Es konzentriert sich nach wie vor in den größten Fonds, von denen 10 jeweils über USD 100 Mrd. verwalten. Somit verwalten die 10 größten Staatsfonds 85% aller staatlichen Vermögenswerte, das oberste Viertel aller Fonds vereinigt 91% des Gesamtvermögens auf sich. Der größte Fonds allein, ADIA aus Abu Dhabi, soll nach Spekulationen ein Vermögen von USD 875 Mrd. akkumuliert haben, ein Viertel des gesamten SWF-Anlagevermögens weltweit.

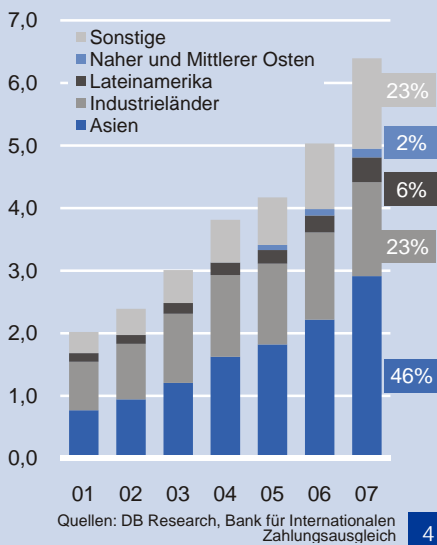
Beinahe die Hälfte der staatlichen Vermögen wird von Fonds im Nahen und Mittleren Osten gehalten. Mit einem Volumen von USD 1,6 Billionen oder 46% des Gesamtkapitals befindet sich in dieser Region die höchste Konzentration von Staatsfonds-Aktiva weltweit. Volumen und prozentualer Anteil dieser Region dürften sogar noch deutlich höher sein, da für eine Reihe dieser Staaten keine robusten Angaben über die Größe ihrer Staatsfonds vorliegen. Das wichtigste Beispiel ist Dubai, wo mehrere Staatsfonds beheimatet sind, mit einer Reihe gewichtiger Beteiligungen. Über ihr Gesamtvermögen kann jedoch nur spekuliert werden, und sie werden, da keine zuverlässigen Schätzungen vorhanden sind, in den vorliegenden Berechnungen nicht berücksichtigt. Andere Staaten des Nahen und Mittleren Ostens unterhalten Staatsfonds, bei denen die verfügbaren Zahlen überholt sein dürften, und die aktuell angegebenen Werte können daher unter dem tatsächlichen Volumen ihrer Staatsfonds liegen.

Mit einem Volumen von etwa USD 1 Billion oder 29% des Gesamtvermögens ist Asien die zweitgrößte Region, gefolgt von Europa – hauptsächlich Russland und Norwegen – mit einem Vermögen von USD 600 Mrd. oder 16% des Gesamtvermögens, und Afrika mit USD 200 Mrd. oder 5%. Die Mitgliedstaaten der EU – hier hat nur eine Staatsfonds-artige Einrichtung ihren Sitz, der irische *National Pensions Reserve Fund* – und Südamerika mit einem Anteil von jeweils unter 1% spielen auf internationale Ebene keine bedeutende Rolle.

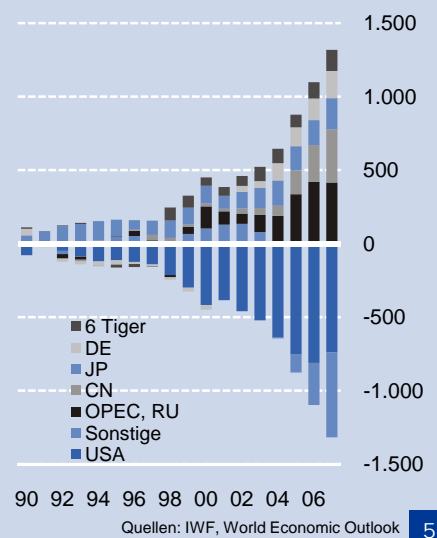
Die Vermögenszuwächse im vergangenen Jahr belaufen sich auf geschätzte USD 450 Mrd. oder 14%, ausgehend vom Mitte 2007 geschätzten Volumen. Unter Berücksichtigung der Ungenauigkeit der zugrunde liegenden Daten entspricht dies weitgehend unserer Prognose eines durchschnittlichen jährlichen Vermögenszuwachses von 13%. Diese Entwicklung reflektiert eine Steigerung des Volu-

⁴ Trotz geringfügiger Fortschritte in jüngerer Zeit sind zuverlässige oder autorisierte Informationen über Anlagevermögen, Portfolio-Allokation, Finanzierung, Investitionsstrategien und andere Einzelheiten über Staatsfonds und ihre Aktivitäten nach wie vor spärlich. Die hier vorgelegten Zahlen stammen aus verschiedenen öffentlich zugänglichen Quellen und wurden mit öffentlichen Marktinformationen abgeglichen, um eine möglichst hohe Plausibilität zu erreichen. Aufgrund der Labilität der zugrunde liegenden Daten sollten alle Daten zu SWF und darauf beruhenden Berechnungen in diesem Artikel lediglich als indikativ und mit der entsprechenden Vorsicht betrachtet werden.

Offizielle Währungsreserven
Offizielle Währungsreserven der Zentralbanken, in USD Mrd. und % der insges. USD 6,4 Bill. Ende 2007



Leistungsbilanzsalden
USD Mrd.



mens der meisten bestehenden Fonds durch ständige Kapitalzuflüsse aus Staatseinnahmen oder Reserveüberschüssen sowie die Gründung neuer Fonds,⁵ am bekanntesten darunter die China Investment Corporation (CIC) sowie zwei russische Fonds. In beiden Ländern handelt es sich um Nachfolger-Fonds für bereits bestehende Fonds, so dass die anfängliche Kapitalausstattung der neuen Fonds nicht nur aus neuem Kapital bestand.⁶

Quellen der Staatsfonds – Leistungsbilanz, Reserven, Rohstoffe

In unserer ersten Staatsfonds-Studie diskutierten wir ausführlich die Gründe für die Errichtung von Staatsfonds und ihre Finanzierungsquellen – ein wichtiger Aspekt nicht nur für die Erklärung des aktuellen Wachstums staatlichen Vermögens, sondern besonders auch für die Beurteilung ihres künftigen Wachstumspotenzials. Staatsfonds finanzieren sich aus verschiedenen Quellen – ihr Kapital stammt entweder aus Leistungsbilanzüberschüssen und den Zentralbankreserven, die daraus angehäuft werden, oder anderen fiskalischen Überschüssen, z. B. aus dem Export natürlicher Ressourcen, besonders Erdöl und Erdgas, und damit verbundenen Steuern.

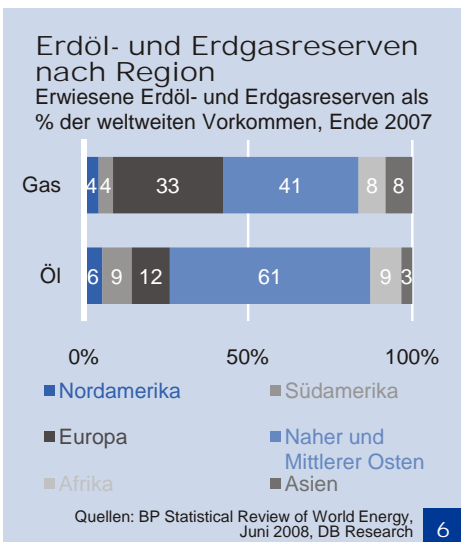
Viele Schwellenländer erwiesen sich als außergewöhnlich erfolgreich bei der Erwirtschaftung dieser Überschüsse, ob im Nahen und Mittleren Osten oder in Teilen Lateinamerikas und Afrika durch den Verkauf von Erdöl, Erdgas und anderen Rohstoffen oder in Asien durch Wettbewerbsvorteile bei der Produktion von Konsum- und Industrieprodukten.

Dieser Wachstumstrend bei den Finanzierungsquellen hat sich in den letzten Monaten fortgesetzt:

- **Zentralbankreserven:** Ende 2007 waren die globalen Währungsreserven der Zentralbanken gegenüber dem Vorjahr um 27% gestiegen, hauptsächlich in Asien (31%), dem Nahen und Mittleren Osten (35%) und Lateinamerika (47%). Die Währungsreserven in den Industrieländern wuchsen im gleichen Zeitraum um vergleichsweise bescheidene 8%. Damit setzt sich bei den zentralen Währungsreserven ein Trend fort, der schon seit längerer Zeit zu beobachten ist und der sich vor kurzem mit einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 11% in den letzten 20 Jahren, 15% in den letzten 10 Jahren und sogar 22% in den letzten 5 Jahren noch weiter beschleunigte. Die jeweiligen Werte für einzelne Schwellenländer können noch deutlich höher liegen. Markttechnisch gesehen und ausgehend von stabilen Bedingungen für die internationalen Geld- und Devisenmärkte und -systeme gibt es keine wesentlichen Hinweise für ein Ende des starken Wachstums der Währungsreserven auf mittlere und lange Sicht.
- **Leistungsbilanzüberschüsse:** Der Anstieg bei den Währungsreserven ist nicht zuletzt Ausdruck der erfolgreichen Bemühungen vieler Schwellenländer, ihre Außenhandelsposition zu ver-

⁵ Diese Liste beinhaltet auch zehn kleinere Fonds, die in früheren Aufstellungen nicht berücksichtigt wurden, die aber die Berechnungen des gesamten Anlagevermögens nur unwesentlich beeinflussen.

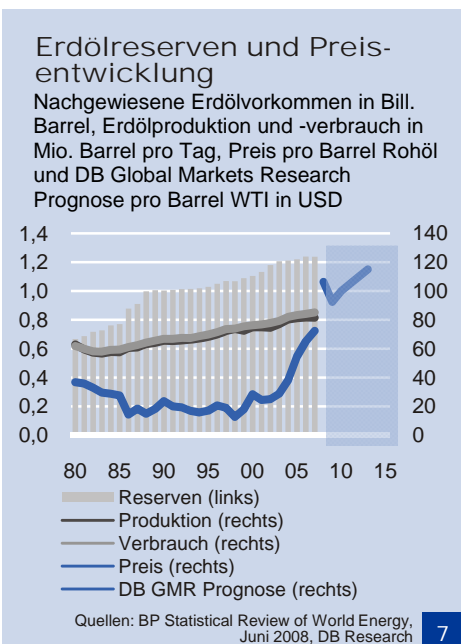
⁶ Die CIC, anfänglich ausgestattet mit USD 200 Mrd., ersetzte die China Central Huijin Investment Corporation, die 2003 zur Rekapitalisierung staatlicher Geschäftsbanken gegründet worden war. Sie wurde mit angabegemäß USD 67 Mrd. eine 100%-ige Tochtergesellschaft der CIC. Weitere USD 50 Mrd. des CIC-Vermögens sollen für die Umstrukturierung staatlicher Finanzinstitutionen vorgesehen sein, so dass etwa USD 80 Mrd. für diskretionäre Staatsfonds-Investitionen zur Verfügung stehen. In Russland wurde der ehemalige Stabilisierungsfonds von einem Reservefonds und einem Staatlichen Investitionsfonds abgelöst, deren Gesamtmittel sich auf über USD 190 Mrd. belaufen.



6

bessern und umfangreiche Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen. Diese haben sich in den letzten Monaten bis Mitte 2008 für China, Russland, die sechs asiatischen Schwellenländer und die OPEC-Staaten zusammen auf über USD 1 Billion erhöht. Da die großen Schwellenländer in wichtigen Güter- und Dienstleistungsmärkten wettbewerbsfähig bleiben und sich in anderen, in denen sie bisher noch nicht Fuß gefasst hatten, erfolgreich positionieren dürften, könnten sich die Leistungsbilanzüberschüsse in diesen Volkswirtschaften künftig weiter erhöhen.

- **Erdöl- und Erdgasreserven:** Ein ähnliches Muster lässt sich bei den Erdöl- und Erdgasreserven beobachten – eine wichtige Finanzierungsquelle für die kapitalstärksten Fonds im Nahen und Mittleren Osten, aber auch in Afrika und Südamerika, wo ein Großteil der Erdöl- und Erdgasvorkommen zu finden sind. Während sich das Wachstum nachgewiesener Vorkommen in den letzten Jahren verlangsamt, verzeichneten Produktion und Verbrauch einen stetigen Anstieg und legten somit den Grundstein für eine nachhaltige Preiserhöhung. Obwohl hier kurzfristig auch andere Faktoren eine Rolle spielten, erlebten die Erdöl- und Erdgaspreise auf den internationalen Märkten besonders im letzten Jahr enorme Preissteigerungen. Auch wenn sich der unmittelbar stärkste Druck abzubauen scheint, dürften die Preise hoch bleiben. Insgesamt rechtfertigen diese Faktoren die Erwartung, dass durch Erdöl- und Erdgaseinnahmen finanzierte Staatsfonds auf kurze und mittlere Sicht eine solide Basis für zusätzliche Vermögenszuwächse haben.



7

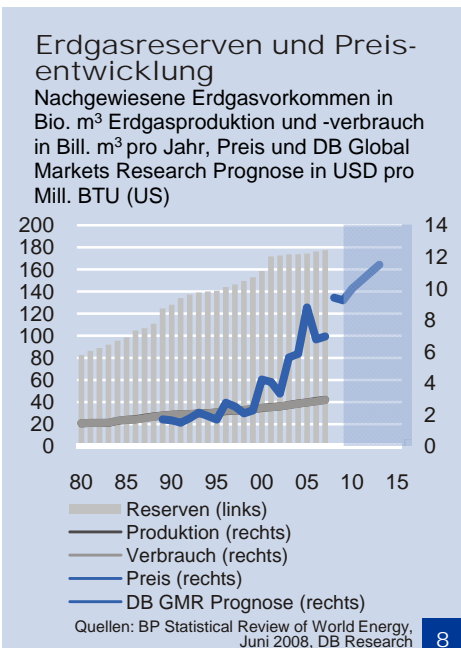
Wachstumsprognosen für Staatsfonds

Ausgehend von diesen Berechnungen für die Finanzierungsquellen der Staatsfonds halten wir an unserer leicht positiven Prognose für das Wachstum der staatlichen Investmentfonds fest.

Wie bereits an anderer Stelle betont, sollten die Wachstumsaussichten dieser Fonds mit Umsicht betrachtet werden. Natürlich sind Währungsreserven, Leistungsbilanz- und Fiskalüberschüsse sowie Einnahmen aus dem Verkauf von Rohstoffen ergebnisreiche Quellen, aus der Regierungen theoretisch ihre staatlichen Investmentfonds speisen können.

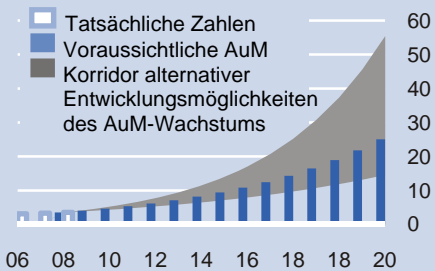
Sie können diese Einnahmen einem Staatsfonds zuführen – müssen es aber nicht. Da es sich um staatliche Einrichtungen handelt, lässt sich ihr Wachstum und ihr Verhalten nicht so leicht von quantitativen Faktoren ableiten, wie wir das im Zusammenhang mit marktbestimmten Entwicklungen gewöhnt sind. Vielmehr gibt es eine Reihe nicht unwesentlicher Unsicherheitsfaktoren hinsichtlich ihrer möglichen Finanzierung, nicht zuletzt die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung, das monetäre Umfeld und die Wechselkurse sowie allgemeinere politische und strategische Fragen in den teilweise als unsicher zu bezeichnenden Regionen. Außerdem sind, wie bereits angemerkt, die Daten über das aktuelle Anlagevermögen nicht robust, was sich zwangsläufig negativ auf die Zuverlässigkeit von Prognosen auswirkt. Infolgedessen ist jede Prognose über den Vermögenszuwachs bei Staatsfonds mit der entsprechenden Vorsicht zu betrachten.

Ausgehend von der zufriedenstellenden Treffsicherheit unserer früheren Prognosen und unter Berücksichtigung der zusätzlich erhobenen Daten dürfte das Anlagevermögen der Staatsfonds in den kommenden Jahren um jährlich durchschnittlich 15% wachsen, so dass sich das globale Anlagevermögen von Staatsfonds nach vor-



8

SWF-Wachstumsszenarien
Erwartetes Wachstum des SWF-Anlagevermögens, ausgehend vom Wachstum der Währungsreserven in den letzten 10 Jahren, USD Bill.

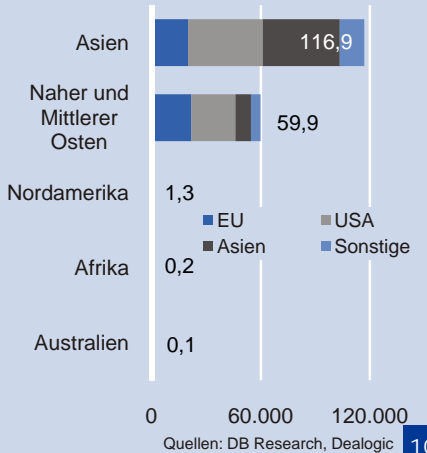


Voraussichtliches SWF-Anlagevermögen ausgehend von einer jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Währungsreserven der Zentralbanken um 15,01% in 10 Jahren. Korridor alternativer Entwicklungsmöglichkeiten der AuM ausgehend von einem 5J CAGR der Währungsreserven der Zentralbanken von 21,72% für ein wachstumsstarkes Szenario und einem 20J CAGR von 10,64% für ein wachstumsschwaches Szenario. Tatsächliche Zahlen wie gemessen.

Quelle: DB Research **9**

Ursprungsregion der Staatsfonds

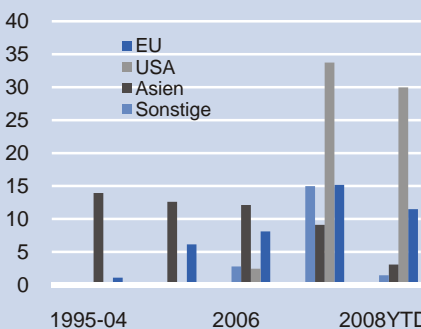
Investitionen mit Staatsfonds-Beteiligung nach SWF-Ursprungsregion und Zielregion, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.



Quellen: DB Research, Dealogic **10**

SWF-Investitionen im Lauf der Zeit

Investitionen mit SWF-Beteiligung nach Jahren, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, USD Mrd.



Quellen: DB Research, Dealogic **11**

sichtigen Schätzungen 2010 auf USD 4,7 Billionen und 2015 auf beinahe USD 10 Billionen belaufen dürfte.⁷ Andere Szenarien sind denkbar, aber weniger wahrscheinlich.⁸

Investitionsmuster

Daten zu den tatsächlichen Investitionen von Staatsfonds und den sich daraus ergebenden Mustern sind mit noch größerer Vorsicht zu betrachten als der Umfang des Anlagevermögens an sich. Dennoch zeigt ein Blick auf die größten gemeldeten Beteiligungen der letzten Jahre eine Reihe aufschlussreicher stilisierter Fakten über Staatsfonds und ihren Investitionsschwerpunkt.⁹

1. Asiatische Staatsfonds sind die führenden Investoren

Ausgehend von den Investitionstransaktionen sind die in den asiatischen Volkswirtschaften angesiedelten Staatsfonds die aktivsten Investoren – sie trugen 66% des Kapitals bei allen Transaktionen bei, die seit 1995 weltweit gemeldet wurden und sich insgesamt auf USD 178 Mrd. beliefen. 34% entfielen auf Staatsfonds aus dem Nahen und Mittleren Osten. Andere Regionen spielen als Ursprung staatlicher Investitionsmittel keine bedeutende Rolle.

2. Firmen in Nordamerika und der EU als Hauptziele

Unternehmen in Nordamerika und Europa sind das bevorzugte Anlageziel staatlicher Investoren. 37% des gesamten Transaktionsvolumens bezog sich auf nordamerikanische Unternehmen, 32% auf in Europa ansässige Firmen. Dieser große Anteil zeigt in gewisser Weise, dass die traditionellen europäischen und amerikanischen Kapitalmärkte die größte Auswahl an Investitionszielen und ein hohes Liquiditätsniveau aufweisen und daher in der Lage sind, die großen Volumina, die institutionelle Anleger in der Regel platzieren wollen, aufzunehmen. Weitere Überlegungen, einschließlich der erwarteten Rendite zum Zeitpunkt der Investition oder Diversifizierung, könnten ebenfalls zu diesem Ergebnis beigetragen haben.

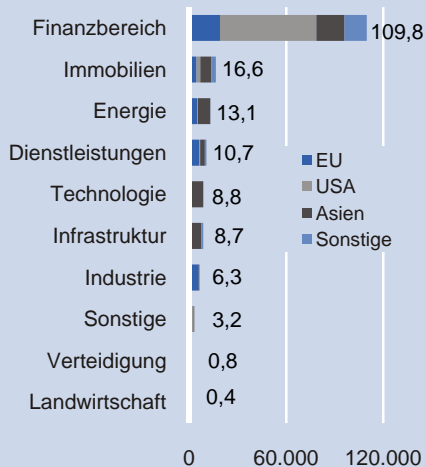
Asien beherbergt nicht nur die aktivsten staatlichen Investoren, es gehört auch mit 28% des absorbierten Kapitals zu den bevorzugten Anlageregionen.

Investitionen in Asien werden überwiegend innerhalb der Region getätigt, d.h. sie stammen größtenteils – 83% am Volumen gemes-

⁷ Diese Zahlen liegen nahe bei den von uns für 2011 prognostizierten USD 5 Bill. und USD 10 Bill. für 2016, die wir in unserer ersten Analyse ausgehend von den damals zur Verfügung stehenden Daten errechnen hatten.
⁸ Alternative Wachstumsszenarien sind in Chart 9 im schattierten Bereich angedeutet. Sollten die Wachstumsraten der Währungsreserven bescheidener ausfallen als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre, dürften die Zahlen niedriger liegen. Das Anlagevermögen der Staatsfonds würde dann 2010 bei etwa USD 4,2 Billionen und 2015 bei knapp über USD 7 Billionen liegen. Würden sich die Währungsreserven aber im Tempo der letzten Jahre weiter erhöhen, würde auch das Anlagevermögen der Staatsfonds noch stärker wachsen und sich 2010 auf insgesamt über USD 5 Billionen und 2014 auf USD 14 Billionen belaufen.
⁹ Die nachfolgend vorgestellten Daten und Analysen basieren auf von Dealogic berichteten Transaktionen, an denen zwischen 1995 und dem 31. Juli 2008 mindestens ein Staatsfonds als Erwerber einer Minderheits-, Mehrheits- oder 100%-Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen beteiligt war. Diese Daten führen nicht alle Transaktionen von Staatsfonds auf. So ist beispielsweise keine einzige Transaktion des norwegischen Pensionsfonds in dieser Datenbank registriert. Dies gilt auch für einige andere Staatsfonds. Ähnlich beziehen sich die Investitionssummen in dieser Studie nicht ausschließlich auf Staatsfonds, sondern das Gesamtvolumen der Transaktionen, einschließlich Beteiligungen anderer, auch privater, Investoren. In dieser Hinsicht sind die hier vorgelegten Daten als unverbindliche Indikatoren für allgemeine Trends zu verstehen.

SWF-Investitionen nach Branche

SWF-Investitionen nach Branche des Investitionsziels und Region, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.



Quellen: DB Research, Dealogic

12

sen – aus asiatischen Staatsfonds. Im Nahen und Mittleren Osten werden Transaktionen innerhalb der Region hingegen wesentlich seltener gemeldet.

3. 2007-2008 – vorläufiger Höhepunkt

Die überwiegende Mehrheit der zwischen 1995 und heute gemeldeten Investitionen erfolgte in den beiden letzten Jahren – oder genauer gesagt seit Mitte 2007.¹⁰ Seitdem sind zwei Drittel aller Transaktionen erfolgt. Diese Konzentration spiegelt hauptsächlich die großen Investitionen in Finanzinstitutionen in den USA und Europa infolge der Finanzkrise wider, die im Folgenden noch ausführlicher diskutiert werden.

Interessanterweise ist das Investitionsvolumen in Asien einschließlich innerasiatischer Transaktionen seit einem Hoch 2005 zurückgegangen – ein Trend, der sich umkehren könnte, sobald Staatsfonds ihren Schwerpunkt von der Finanzbranche in den traditionellen Industrieländern auf andere Ziele verlagern.

4. Finanzsektor bevorzugt

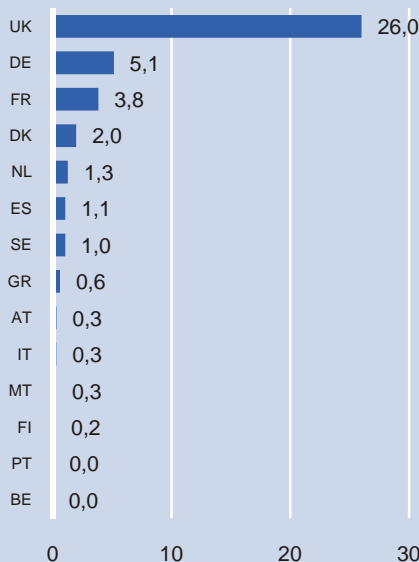
Insgesamt profitierten Finanzinstitute am meisten von Staatsfonds-Investitionen.¹¹ Dies ist das Ergebnis von Transaktionen an der Wall Street und einigen europäischen Banken mit Beteiligungen in einer bisher nicht gekannten Größenordnung.

Da diese Investitionen der jüngsten Vergangenheit als Teil einer einmaligen Phase betrachtet werden können, verdienen hinsichtlich langfristiger Investitionstrends auch andere Sektoren Aufmerksamkeit. Immobilien und Wohnungsbau mit Investitionen in Höhe von USD 17 Mrd., Rohstoffe und Energie mit USD 13 Mrd., Dienstleistungen und Einzelhandel mit USD 11 Mrd., Technologie mit USD 9 Mrd., Infrastruktur und Transport mit USD 9 Mrd. und Industrie mit USD 6 Mrd. sind weitere wichtige Ziele der Beteiligungsaktivitäten von Staatsfonds.

Bei Rohstoffen und Energie, Technologie sowie Infrastruktur und Transport sind asiatische Unternehmen die bevorzugten Ziele für staatliche Beteiligungen, die größtenteils eine Diversifizierung innerhalb der Region widerspiegeln. Bei Immobilien und Straßenbau sowie bei Dienstleistungen ist die Verteilung über die Regionen ausgewogener. Bei Industrieunternehmen ist die EU mit ihrer starken und wettbewerbsfähigen Industriebasis der interessanteste Standort für Investitionen.

EU: SWF-Investitionen in den Mitgliedsstaaten

Investitionen mit SWF-Beteiligung in der EU nach Sitz der Zielunternehmen, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.

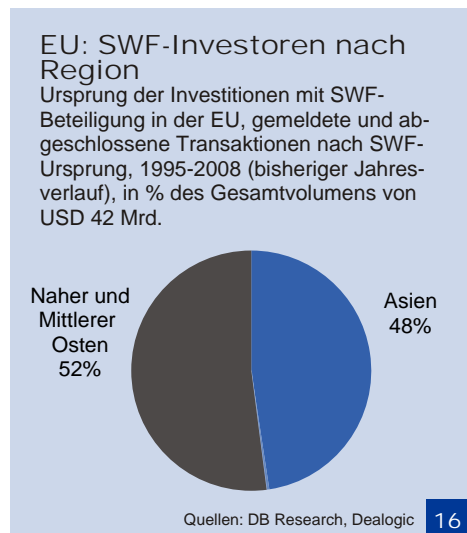
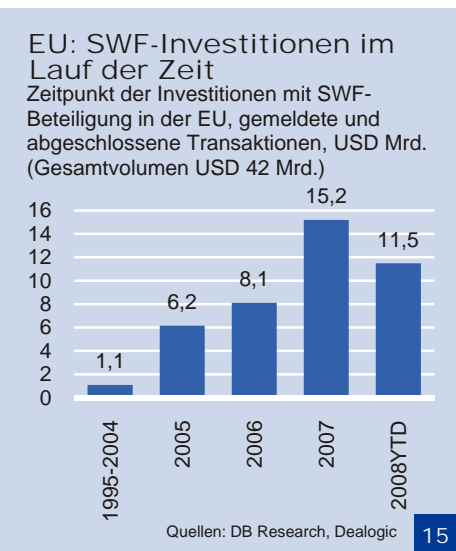
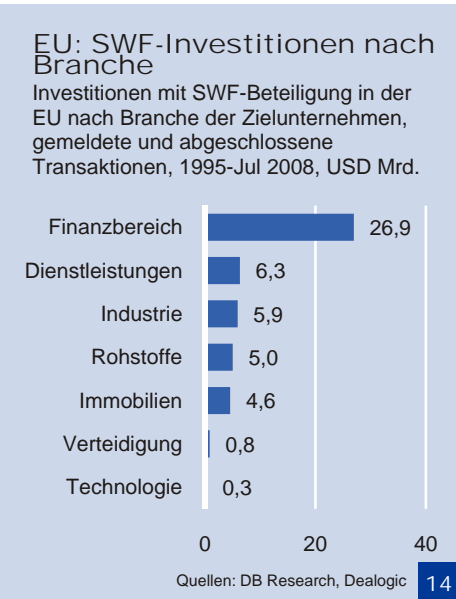


Quellen: DB Research, Dealogic

13

¹⁰ Aller Wahrscheinlichkeit nach zeigen die Daten nicht nur einen Anstieg in Zahl und Volumen der Transaktionen, sondern auch die erhöhte Aufmerksamkeit der Marktbeobachter bei Staatsfonds-Aktivitäten, seitdem diese Fonds von der breiteren Öffentlichkeit stärker beobachtet werden, was wiederum die Registrierung von Staatsfonds-Transaktionen erleichterte. Ein ähnlicher Vorbehalt trifft für die Aufschlüsselung nach Branchen zu, die nicht nur die enorme Größe von Staatsfondsinvestitionen in der Finanzbranche widerspiegeln könnte, sondern auch die Tatsache, dass viele Investitionen in Nicht-Finanzunternehmen vielleicht nicht erfasst wurden, während die Märkte den Finanzsektor aufmerksam beobachteten.

¹¹ Die in Text und Charts verwendeten Branchen werden wie folgt definiert: Landwirtschaft: Agrobusiness, Forstwirtschaft, Papier. Rohstoffe: Versorger, Energie, Erdöl, Erdgas, Bergbau. Verteidigung: Rüstungsgüter. Finanzbereich: Finanzdienstleistungen, Versicherung. Industrie: Metall, Stahl, Textilien, Maschinenbau, Chemie, Autos, Lastwagen. Infrastruktur: Infrastruktur, Transport. Immobilien: Immobilien, Grund und Boden, Bau, Wohnungsbau. Dienstleistungen: fachliche Dienstleistungen, Presse, Gesundheitswesen, Einzelhandel, Nahrungsmittel, Getränke, Gastronomie, Unterkunft, Freizeit, Erholung, Verbraucherprodukte. Technologie: Computer, Elektronik, Telekommunikation, Luftfahrt. Sonstige: Holdinggesellschaften, Staatsunternehmen.



5. Beteiligungen im Verteidigungsbereich kein Thema

Beteiligungen ausländischer Staaten an Unternehmen im Verteidigungsbereich – eine der heikelsten Fragen in den politischen Debatten in den USA und der EU – spielen eine zu vernachlässigende Rolle. Nach den Aufzeichnungen gibt es in diesem Bereich nur eine Transaktion – die 2007 erworbene Beteiligung von Dubai International Capital in Höhe von 3,12% an der EADS, Europas größtem Luft-, Raumfahrt- und Rüstungskonzern.

6. EU: Vereinigtes Königreich als bevorzugtes Ziel für Investitionen – mit oder ohne Finanzbranche

Innerhalb der EU entfallen die meisten Investitionen auf das Vereinigte Königreich – seit 1995 insgesamt USD 26 Mrd. Die vor kurzem getätigten Investitionen im Finanzbereich – USD 16 Mrd. oder zwei Drittel der Kapitalzuflüsse – sind eine wichtige Erklärung für diese hohe Zahl.

Aber auch ohne diese wichtige Branche fließen mehr Mittel in das Vereinigte Königreich als nach Deutschland, das mit USD 5,1 Mrd. Staatsfonds-Investitionen den zweiten Rang einnimmt. Diese Zahl lässt sich auf drei bedeutende Transaktionen zurückführen, nämlich die Investitionen von Dubai International Capital beim Automobilhersteller Daimler 2005 und beim Hersteller von Spezialaluminiumoxid Almatix sowie bei der Deutschen Bank 2007. Weitere Transaktionen, einschließlich in Immobilien und der Chemiebranche, erregten weniger Aufsehen.

7. EU: Investitionen aus Asien und dem Mittleren Osten in etwa gleich

Staatsfonds-Investitionen in der EU stammen in etwa gleichen Teilen aus dem Nahen/Mittleren Osten (52% des Volumens) und Asien (48%), was auf ein allgemeineres Interesse an EU-Investitionen verweist, die auch eine vergleichsweise solide Kontinuität über die Jahre aufweisen.

8. EU: Diversifizierte Investitionen

Investitionen in der EU weisen bei den Zielbranchen eine hohe Diversifizierung auf, von der die Dienstleistungsbranche und der Einzelhandel, Industrie, Rohstoffe und Energie sowie Immobilien und Baugewerbe gleichermaßen profitieren. Wie bereits erwähnt, sind die außergewöhnlich hohen Investitionen im Finanzsektor ein Ausreißer.

9. USA: Ziele außerhalb der Finanzbranche weniger interessant

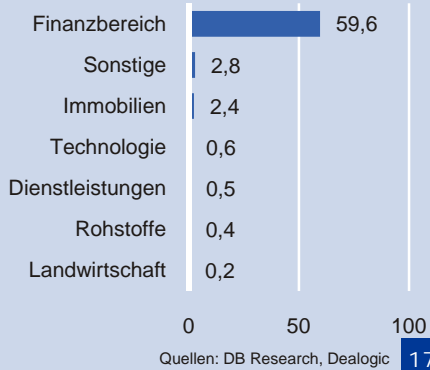
Mit USD 60 Mrd. sind Investitionen im Finanzbereich das beherrschende Thema am US-Markt. Immobilien und andere Sektoren folgen, jedoch mit extrem großem Abstand.

10. Asien: Ausgewogene regionale Investitionen mit China als attraktivstem Standort

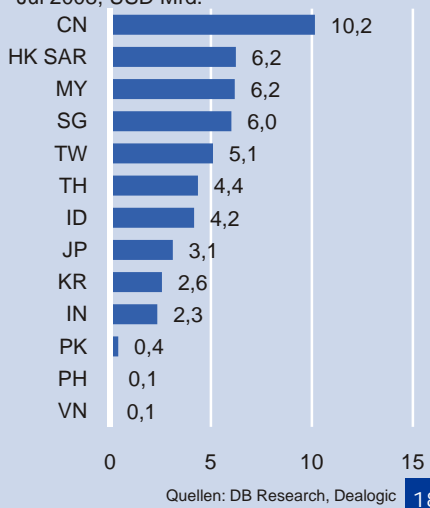
Staatsfondsinvestitionen in Asien – in den meisten Fällen, wie bereits angemerkt, innerregional – sind vergleichsweise breit über die Region verstreut. China erweist sich als der attraktivste Standort für Investitionen – USD 10 Mrd. flossen über die Jahre dorthin. Aber mit Investitionen über USD 4 Mrd. haben auch Volkswirtschaften wie Hongkong, Malaysia, Singapur, Taiwan, Thailand und Indonesien relativ große Brocken der von Staatsfonds investierten Mittel erhalten.

USA: SWF-Investitionen nach Branche

Ursprung der Investitionen mit SWF-Beteiligung in den USA nach Branche der Zielunternehmen, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.

**Asien: SWF-Investitionen in einzelne Länder**

Investitionen mit SWF-Beteiligung in der EU nach Sitz der Zielunternehmen, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.

**11. Asien: Nach Branchen ausgewogene Investitionen**

Ein ähnlich ausgewogenes Bild ergibt sich bei der Verteilung von Staatsfondsmitteln in Asien auf einzelne Branchen. Auch wenn in jüngster Zeit die Investitionen im Finanzbereich die Schlagzeilen beherrschten, haben sich staatliche Investoren seit 1995 an einer großen Zahl von über alle Branchen verteilten Transaktionen beteiligt – über USD 6 Mrd. flossen in die Sektoren Finanzwesen, Rohstoffe, Infrastruktur und Immobilien. In die Dienstleistungsbranche flossen leicht niedrigere, aber immer noch bemerkenswerte Beträge von insgesamt beinahe USD 3 Mrd.

12. Jüngste Investitionstrends – Finanzbranche und USA

Bei den jüngsten Investitionen – von 2007 bis heute – überrascht es nicht, dass opportunistische Beteiligungen im angeschlagenen Finanzsektor, besonders bei Wall Street-Banken, nach Ausbruch der Subprime-Krise das beherrschende Investitionsthema sind.

Daher zeigen die Investitionsflüsse bei der Branche eine sehr starke Tendenz zu Finanzinstituten und bei der Region zu den USA. So werden andere Sektoren, einschließlich Industrie, Dienstleistungen, Rohstoffe und Energie von den insgesamt USD 92 Mrd. Investitionen in die globale Finanzbranche in den letzten 18 Monaten schlichtweg überrollt. Entsprechend stieg der Anteil der in die USA fließenden Mittel von einem Drittel im längeren Zeitraum seit 1995 auf über 50% der globalen Gesamtsumme 2007 und 2008.

Staatsfonds und der globale Bankensektor – wahre Liebe oder kostspieliges Abenteuer?

Wie bereits erwähnt, war der Finanzsektor in den Monaten von November 2007 bis Ende Juli 2008 ein bevorzugter Investitionsmarkt für Staatsfonds. Hier stellen sich drei wichtige Fragen. Erstens: Warum kam es zu diesem Andrang? Zweitens: Wird sich dieser Trend fortsetzen oder ist der Hunger auf Beteiligungen an Finanzunternehmen gestillt? Und drittens: Welche strategischen wirtschaftlichen und politischen Auswirkungen haben diese Beteiligungen?¹²

Aufeinandertreffen mehrerer Faktoren

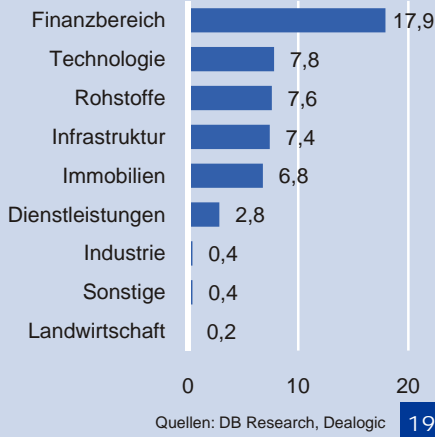
Fünf Faktoren lassen sich identifizieren, die zu diesem Investitionsschub beigetragen haben:

- **Verfügbarkeit von Kapital:** Offensichtlich verfügten Staatsfonds, besonders die größeren, für gewisse Zeit über ausreichende Mittel, die sie mit einer erheblichen Kaufkraft ausstatten.
- **Attraktivität des Finanzsektors:** Ungeachtet der jüngsten Veränderungen an den Märkten wurde der Finanzsektor bis vor kurzem als attraktives Investitionsziel betrachtet – mit zweistelligen Eigenkapitalrenditen für Banken – 16,9% in der EU-25 und 12,3% in den USA 2006 – und Gewinnen vor Steuern von insgesamt über USD 3 Billionen in den letzten fünf Jahren für die 1.000 größten Banken weltweit. Sogar vor dem Hintergrund der ersten Ausläufer der Finanzkrise wurde großen Banken auf mitt-

¹² Die hier dargestellten Kapitalbeteiligungen und Zahlen beziehen sich auf den Stand am 15. August 2008.

Asien: SWF-Investitionen nach Branche

Investitionen mit SWF-Beteiligung in Asien nach Branche der Zielunternehmen, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 1995-Jul 2008, USD Mrd.



lere und lange Sicht weiterhin ein deutliches Wachstums- und Rentabilitätspotenzial zugeschrieben.

- **Niedrige Aktienkurse:** Die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben für Investoren, die an längerfristigen Anlagen interessiert sind, ein preislich attraktives – wenn auch volatiles – Umfeld geschaffen, da die Aktienkurse der meisten Banken und Finanzinstitutionen seit Mitte 2007 drastisch eingebrochen sind. Heute liegt der Marktwert der meisten großen Banken um 60% bis 20% unter ihrem Wert vor nur 18 Monaten.
- **Strategische Gelegenheiten:** Neben unmittelbaren finanziellen Zielen kann eine Beteiligung an großen und gut etablierten Finanzinstitutionen auf längere Sicht strategische Vorteile bieten – sie kann aus der Sicht einzelner Staatsfonds und ihrer Regierungen den Grundstein für engere geschäftliche Beziehungen mit ihrem eigenen Banken- und Industriesektor legen.
- **Reputationsgewinn:** Zumindest rückblickend hat das Engagement in der amerikanischen und europäischen Finanzbranche einzelnen Staatsfonds und der Asset-Klasse insgesamt deutliche Reputationsgewinne verschafft. Aus der Sicht eines Staatsfonds ist dies ein wertvoller Fortschritt. Kurz vor Ausbruch der Subprime-Krise standen sie immerhin im Mittelpunkt einer kontroversen Debatte besonders in den USA und vielen europäischen Ländern, ob staatlich kontrollierte Investoren aus den Schwellenländern eine Bedrohung oder Chance darstellten. Seit ihren Investitionen in der Finanzbranche – zu einem Zeitpunkt, als einige Banken ernsthafte Probleme hinsichtlich ihrer Kapitalisierung hatten und konventionelle Kapitalquellen der Finanzmärkte ausgetrocknet waren – wurden Staatsfonds in den USA und Europa freundlicher aufgenommen; Politiker und die breitere Öffentlichkeit erkannten die hilfreiche Rolle, die Staatsfonds in dieser kritischen Phase spielten.

Insgesamt ist die Welle von Staatsfondsinvestitionen in Finanzunternehmen 2007 und 2008 dem Zusammentreffen einer Reihe von Schlüsselfaktoren zu verdanken, die große Staatsfonds dazu veranlassten, eine Reihe größerer – in einigen Fällen ehrgeiziger – Investitionen zu tätigen, und der Tatsache, dass wirtschaftliche und politische Entscheidungsträger in den Empfängerländern dieses Engagement begrüßten und es nicht von vornherein in Frage stellten.

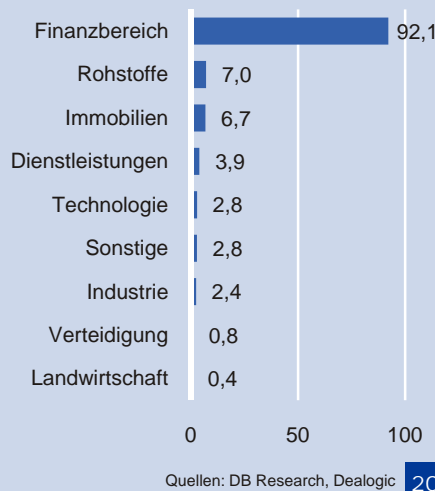
Ein rückläufiger Trend?

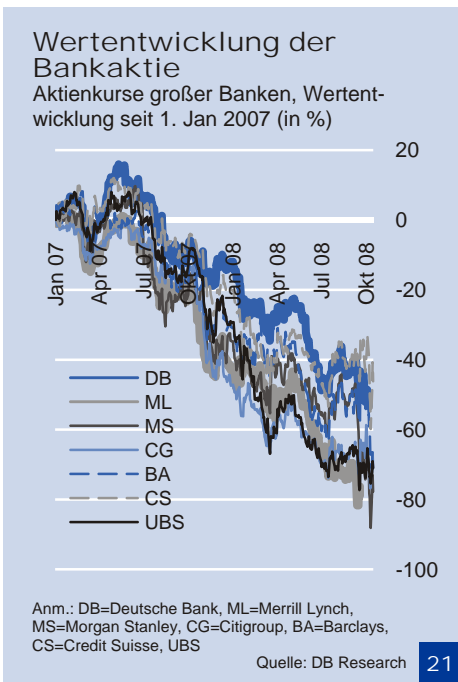
Mehrere Faktoren lassen vermuten, dass der Ansturm der Staatsfonds auf amerikanische und europäische Banken seinen Höhepunkt überschritten hat und abflaut – zumindest vorerst.

- **Portfoliodiversifizierung:** In den letzten 18 Monaten beteiligten sich Staatsfonds mit Investitionen in Höhe von USD 92 Mrd. im Finanzsektor, der weitaus größte Anteil der gesamten Staatsfondsinvestitionen. Daneben stellten viele Transaktionen große Einzelinvestitionen dar, so dass das Konzentrationsrisiko in den Staatsfonds-Portefeuilles gestiegen ist. Schließlich sollte hier auch betont werden, dass diese enormen Investitionen auf nur wenige Staatsfonds entfallen. Besonders bei diesen Fonds dürfte das Verlangen nach Finanzwerten einen Sättigungspunkt erreicht haben. Mit Blick auf ihre Portfoliodiversifizierung könnten sie jetzt in anderen Branchen nach neuen Investitionschancen Ausschau halten.
- **Investitionsrisiken:** Wie viele andere Investoren erlitten auch Staatsfonds in den letzten Monaten und Wochen herbe Verluste

Jüngste SWF-Investitionen – Branchentrends

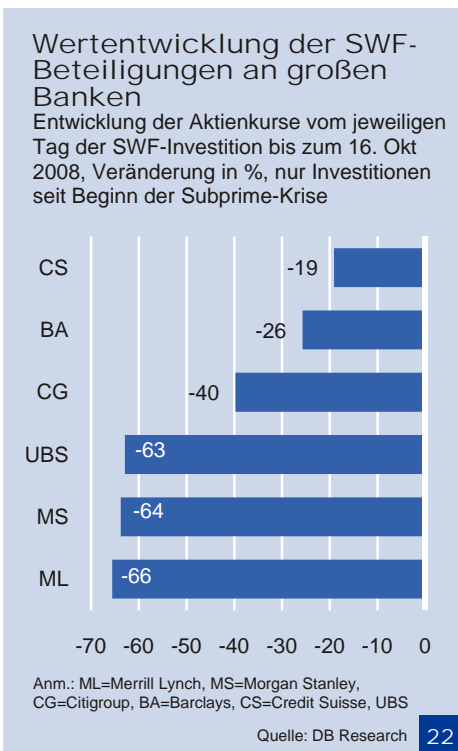
Investitionen mit SWF-Beteiligung weltweit nach Branche der Zielunternehmen, gemeldete und abgeschlossene Transaktionen, 2007-Jul 2008, USD Mrd.





bei ihren Bankenbeteiligungen. Obwohl die meisten Staatsfonds bei aus historischer Sicht sehr attraktiven Bewertungen in US-amerikanische und europäische Banken investierten, sind die Aktienkurse weiter gefallen. Bis Mitte Oktober 2008 hatten die Aktienkurse der Banken seit dem jeweiligen Einstiegsdatum der Staatsfonds um 19% bis 66% nachgegeben. Rettungsmaßnahmen wie Rekapitalisierung und Fusionen dürften weitreichende Auswirkungen auf die staatlichen Anteilseigner haben, die höchstwahrscheinlich nicht Teil der ursprünglichen Investitionsgründe waren.

- **Weitere Unberechenbarkeit der Finanzmärkte:** Gleichzeitig dürften die Bedingungen an den internationalen Finanzmärkten volatil bleiben. Die Verteilung von Kreditrisiken innerhalb der Branche ist weiterhin unklar – mit der Folge weitreichender Unsicherheiten und Misstrauen unter den Marktteilnehmern. Im Herbst 2008 ereigneten sich weitere Zusammenbrüche großer Finanzinstitutionen. Trotz massiver Interventionen seitens der Regierungen und Zentralbanken in den USA und Europa dürfte die Lage an den Bankenmärkten noch einige Zeit angespannt bleiben. Daneben wurden durch den jüngsten Höhepunkt der Finanzkrise und den Untergang großer Investmentbanken grundlegende Fragen über die Tragfähigkeit von Geschäftsmodellen im Bankenbereich aufgeworfen – und die Möglichkeit einer weitreichenden Neuausrichtung von Strategien und Strukturen in den Raum gestellt. Darüber hinaus besteht kaum Zweifel daran, dass Aufsichts- und Kontrollbehörden ihren Ansatz überprüfen und Finanzmarktregeln und deren Durchsetzung straffen werden.



Auch wenn der Bankensektor insgesamt sich derzeit in einem beklagenswerten Zustand befindet, bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass Banken als Investitionsziel völlig ausgeschieden wären. Die jüngste Beteiligung der Qatar Investment Authority am Credit Suisse zeigt, dass Staatsfonds aktive Player bleiben.

Ob Staatsfonds ihr Engagement im Finanzsektor wieder aufnehmen werden, hängt entscheidend davon ab, wie sich die Krise in den kommenden Wochen und Monaten entwickelt, wie tief sie gehen wird und wie bald und schnell sich der Bankensektor anschließend erholen wird. Letzteres beinhaltet auch die Aussichten auf Rentabilität angesichts der wahrscheinlichen Veränderung in Form und Struktur des Bankengeschäfts in naher Zukunft. Schließlich ist nicht auszuschließen, dass – im Fall einer ernsthaften Verschlechterung der finanziellen Bedingungen und einer verstärkten Einbeziehung der Regierungen bei der Bewältigung – Staatsfonds, einschließlich der Schwellenländer, vielleicht eine noch herausragendere Rolle spielen könnten als bisher.

Staatsfonds und die globale Bankenbranche – Testfall für die politische Debatte

Nicht nur der Gesamtumfang der jüngsten Staatsfondsinvestitionen in Banken ist beeindruckend, sondern auch die Höhe ihrer Beteiligungen an prominenten Instituten, wie Tabelle 23 zeigt. Bei ansonsten gleichen Voraussetzungen dürften Staatsfonds in diesen Unternehmen eine einflussreiche Position einnehmen – gemeinsam mit einheimischen Investoren infolge von Rettungsaktienkäufen durch die US- und EU-Regierungen.

Wesentliche Staatsfonds- beteiligungen an Finanz- instituten

China (CIC)

Blackstone Group	US	9,9
China Development Bank	CN	NA
HSBC Group	UK	0,0
Morgan Stanley	US	9,9
VISA Inc.	US	NA

Singapur (GIC, Temasek)

Bank of China	CN	10,0
Barclays Bank	GB	3,1
China Construction Bank	CN	5,1
Citigroup	US	4,5
ICICI Bank Ltd.	IN	9,6
Merrill Lynch	US	9,9
Standard Chartered Bank Ltd.	GB	18,0
UBS	CH	9,0

Südkorea (KIC)

Merrill Lynch	US	7,4
---------------	----	-----

VAE, Dubai (DFG, DIFC, DIFX et al.)

Bombay Stock Exchange	IN	4,0
Deutsche Bank	DE	2,2
Euronext	NL	3,5
Hellenic Exchange	GR	3,0
HSBC Holdings Plc.	GB	0,5
ICICI Bank Ltd.	IN	2,9
London Stock Exchange	GB	28,0
Nasdaq	US	20,0
Och-Ziff Capital Management Group	US	9,9
OMX	SE	28,4
Perella Weinberg Partners LC	US	10,0
Standard Chartered Bank Ltd.	GB	2,7

VAE, Abu Dhabi (ADIA et al.)

AP Alternative Asset LP	US	40,0
Apollo Management	US	40,0
Carlyle Group	US	7,5
Citigroup	US	4,9

Kuwait (KIA)

Citigroup	US	0,7
Merrill Lynch	US	5,7

Katar (QIA)

Barclays Bank	GB	8,9
Credit Suisse	CH	2,0
London Stock Exchange	GB	24,0
OMX	SE	10,0

Anm.: Beteiligungen staatlicher Investoren an Finanzinstituten weltweit Mitte Okt 2008, Sitz des Beteiligungsziels, Beteiligung in % Liste unvollständig, nur umfangreichste Beteiligungen.

Quelle: DB Research **23**

Stellt dies ein Problem dar? Die kurze Antwort hierauf lautet "nein", so lange die staatlichen Investoren ausschließlich als Finanzinvestoren agieren und wenn es den Staatsfonds gelingt, die Bedenken von Marktakteuren und politischen Entscheidungsträgern hinsichtlich mangelhafter Transparenz und Governance zu zerstreuen.

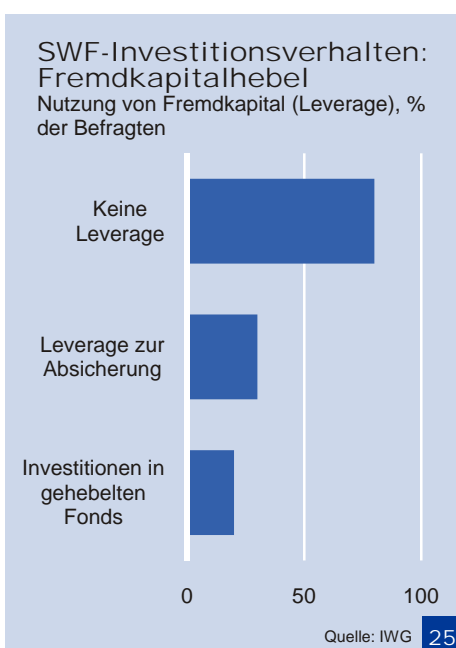
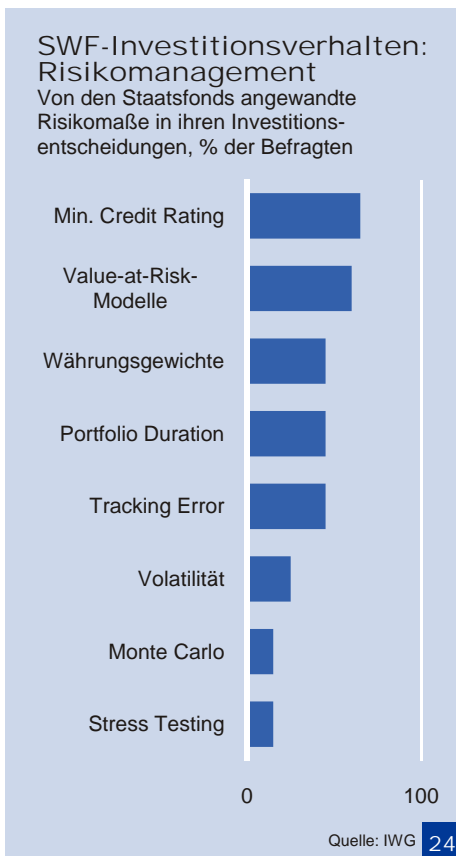
Beteiligungen an strategisch wichtigen Unternehmen

Kritiker argumentieren, dass Beteiligungen fremder Staaten nicht nur aus rein finanziellen Beweggründen erfolgen könnten, sondern auch aus strategischem politischem Interesse. Dies könnte wiederum im Extremfall dazu führen, dass nationale politische oder wirtschaftliche Interessen und nicht zuletzt die wirtschaftlichen Interessen des betroffenen Unternehmens verletzt werden.

Banken und der Finanzsektor insgesamt bilden mit Sicherheit ein Kernstück nationaler und internationaler Wirtschaftsaktivitäten. Es wäre daher nicht überraschend gewesen, wenn Kritiker von Investitionen fremder Staaten in den letzten Monaten Bedenken geäußert hätten, als Staatsfonds Beteiligungen an einer Reihe der größten und bekanntesten Banken an der Wall Street und anderswo übernahmen. Eine solche Reaktion war jedoch nicht zu verzeichnen, was im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen ist:

- **Erstens:** Die Staatsfonds investierten in einer Zeit massiver Schwierigkeiten für die meisten der betroffenen Unternehmen. Sie stellten wichtiges Kapital zur Verfügung, als die Beteiligungsziele in eine Notsituation geraten waren und kaum alternative Quellen zur Refinanzierung und Rekapitalisierung zur Verfügung standen. Dies legt nahe, dass Staatsfonds als konstruktive und verantwortungsbewusste Marktteilnehmer auftraten und einen Beitrag zur Dämpfung der unmittelbaren Auswirkungen der Turbulenzen an den Finanzmärkten leisteten – auch wenn sich Staatsfonds erklärtermaßen nicht als Retter von Banken oder anderen Unternehmen verstehen.
- **Zweitens:** Die betreffenden Staatsfonds beschränkten sich auf die Übernahme von Minderheitsanteilen. Mehrheitsbeteiligungen wurden vermieden, und in ausgewählten Fällen wurden stimmrechtslose Aktien erworben. Die einzelnen Beteiligungen blieben allgemein unter der Schwelle von 10%, nicht zuletzt um zusätzliche regulatorische und aufsichtsrechtliche Auflagen zu vermeiden, die in vielen Ländern ab dieser Schwelle greifen. Ein Beispiel hierfür sind die USA, wo Unternehmensbeteiligungen über 10% automatisch zu einer Überprüfung durch den Prüfausschuss der Regierung, das Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS) führen. Beteiligungen an Banken über 10% erfordern zudem eine ausdrückliche Zustimmung durch die Securities and Exchange Commission (SEC), und die Investoren unterliegen nach Erhalt des Status einer Bankholdinggesellschaft der Aufsicht.¹³ Auch wenn in einigen Banken Staatsfonds zum größten Einzelaktionär wurden – wodurch ein Investor in der Regel eine herausragende Stellung erhält –, erhoben Staatsfonds bislang keinen Anspruch auf Aufsichtsratsposten oder auf eine Beteiligung an Entscheidungen über die strategische Ausrichtung oder das Tagesgeschäft der betroffenen Bank.

¹³ Temasek dürfte mit seiner Beteiligung an Merrill Lynch die 10%-Grenze überschritten haben und ersuchte die SEC um Genehmigung. Nach der angekündigten Übernahme von Merrill Lynch durch die Bank of America, die mit Hilfe eines Aktientausches erfolgen soll, dürfte die endgültige Beteiligung von Temasek an der Bank of America, falls Temasek sie weiter hält, unter 10% liegen.



Staatliche Bankbeteiligungen...

... können stabilisierend wirken, ...

- Drittens: Große Banken zählen nicht nur einen einzelnen Staatsfonds, sondern zwei bis vier verschiedene staatliche Investoren zu ihren Aktionären, wodurch sich die Anteile großer Aktionäre relativieren.

Trotz dieser ermutigenden Signale und der in den letzten Monaten im Allgemeinen positiven Aufnahme der Staatsfonds ist nicht auszuschließen, dass die Diskussion über die Rolle ausländischer Staatsfonds erneut entfacht wird, sobald sich die Wogen der Finanzkrise glätten. Dies ist angesichts der relativ hohen Konzentration von Staatsfondsinvestitionen im Finanzbereich besonders wahrscheinlich, d.h. der Tatsache, dass die Beteiligungen an großen internationalen Banken und Börsen nur von einer Handvoll staatlicher Investmentfonds aus Asien – China, Singapur und Korea – sowie dem Nahen und Mittleren Osten – Vereinigte Arabische Emirate, Kuwait und Katar – gehalten werden (Tabelle 23). Im Gegensatz zu anderen institutionellen Anlegern, wo eine große Zahl unterschiedlichster Akteure als Investoren konkurrieren, hätten einzelne oder sich abstimme Staatsfonds durchaus die Möglichkeit, einen entsprechend größeren Einfluss auf die Beteiligungsunternehmen auszuüben. Dies könnte als Risiko betrachtet werden.

Letzten Endes wird es einige Zeit dauern, um diese Bedenken zu zerstreuen, und dies setzt voraus, dass durch ein vorbildliches Verhalten von Investoren und investierten Unternehmen eine Atmosphäre gegenseitigen Vertrauens entstehen kann. Vorerst ist dieses Problem in den USA und in Europa in den Hintergrund gerückt, da die Regierungen selbst umfangreiche Aktienpakete an ihren großen Banken übernehmen.

Finanzmarktstabilität

Schließlich ist auch die Finanzmarktstabilität ein zentrales Thema. Einerseits sind Staatsfonds Finanzinvestoren, deren Liquidität und Solvenz ein umsichtiges Management erfordern, um ihre Ziele einer langfristigen Rentabilität zu erreichen. Aus den Ergebnissen einer Umfrage der International Working Group of Sovereign Wealth Funds¹⁴ folgt, dass dieses Thema bei den wichtigsten Fonds eine große Rolle spielt. So unterliegen die Investitionsstrategien der Staatsfonds in den meisten Fällen Vorgaben, welche Anlagen für eine Investition in Frage kommen, der Anwendung von in einigen Fällen hoch komplizierten Risikomodellen für das Portfolio-Management ebenso wie Beschränkungen des Einsatzes von Fremdkapital durch den Fonds (s. Grafiken 24 bis 27). Darüber hinaus sollte angemerkt werden, dass Staatsfonds – außer sie sind als Pensionsfonds mit festgelegten oder Eventualverbindlichkeiten ausgelegt – keine unmittelbaren, fest definierten Verbindlichkeiten haben, so dass die Folgen einer niedrigeren Bewertung ihrer Aktiva im Fall eines Marktabschwungs weniger gravierend sind als bei den meisten anderen institutionellen Anlegern.

Andererseits, und was hier von größerer Bedeutung ist, könnten Fragen der Finanzmarktstabilität darüber auftreten, wie Staatsfonds in ihrer Funktion als große institutionelle Investoren investieren oder desinvestieren. Dies hat für staatliche Beteiligungen an Banken eine besondere Bedeutung. Die Argumente können folgendermaßen zusammengefasst werden:

- Im Prinzip können sich Staatsfondsinvestitionen in Finanzinstituten stabilisierend auf den Aktienkurs eines Unternehmens auswir-

¹⁴ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008).

... aber kurzfristig auch Aktienkurse beeinflussen

ken, vorausgesetzt dass Staatsfonds einen langfristigen Investitionshorizont haben und bei ihnen die Wahrscheinlichkeit geringer ist als bei anderen großen Investoren, wie z. B. Hedge Fonds mit opportunistischen Strategien, dass sie diskretionäre kurzfristige Investitionen bzw. Veräußerungen von Beteiligungen verfolgen.

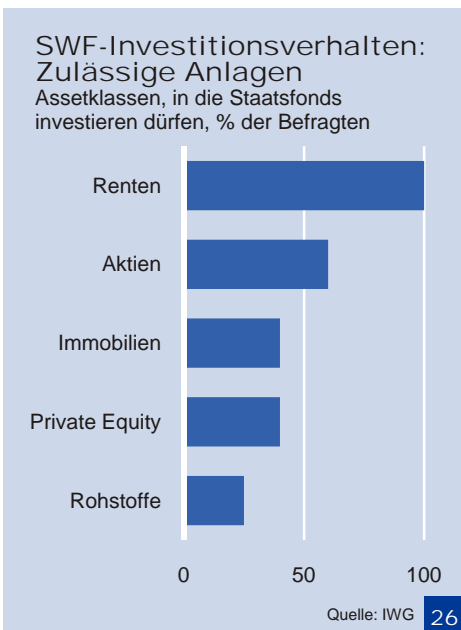
- Staatsfondsinvestitionen und -veräußerungen können – wie die anderer Investoren auch – den Aktienkurs je nach Größe und Struktur einer Transaktion und der Art, wie sie dem Markt übermittelt wird, beeinflussen. Die Preisvolatilität einer Transaktion selbst könnte noch verstärkt werden, wenn ein Verkauf oder Kauf von anderen Marktteilnehmern imitiert wird und Herdenverhalten auslöst. Herdenverhalten kann, unter sonst gleichen Bedingungen, bei Beteiligungsveräußerungen weiter reichendere Auswirkungen haben und einen drastischen Einbruch des Aktienkurses auslösen. Je größer die Informationsasymmetrien am Markt sind, umso stärker dürfte der Kursrückgang ausfallen.

Wenn die Argumentation dieser zwei Kanäle in der Realität zutrifft, dann müssten die jüngsten Staatsfondsinvestitionen in große Banken den Aktienkurs dieser Institute gestützt haben. Diese Investitionen waren umfangreiche Kapitalbeiträge mit einem voraussichtlich langfristigen Horizont in einer Zeit fragiler Aktienmärkte und großer Unsicherheit hinsichtlich der Rentabilitäts- und Risikoprofile der Banken.

Die Staatsfondsinvestitionen könnten daher als stabilisierende Ereignisse ausgelegt werden – als direkte Stärkung der Kapitalbasis der betroffenen Banken und als wichtige positive Signale für andere Investoren. Ein näherer Blick auf empirische Belege zeigt jedoch, dass die Auswirkungen von Staatsfondsinvestitionen auf den Aktienkurs der Banken alles andere als eindeutig sind.

Zur Einschätzung dieser Auswirkungen ist es sinnvoll, die betreffenden Aktienkurse sowie ihre Volatilität und Handelsvolumina zu analysieren. Das Ergebnis dieser Analyse für einige der wichtigsten jüngsten Marktereignisse ist Chart 28 zu entnehmen. Für jede der neun ausgewählten Staatsfondsbeteiligungen liefert das Diagramm Daten für die 30 Tage vor und nach dem Einstieg des Staatsfonds. Zu diesen neun Fällen gehören die acht bekanntesten Fälle von Staatsfondsbeteiligungen an internationalen Banken während der Finanzkrise. Die Beteiligung der DIFC an der Deutschen Bank – die vor Beginn der Subprime-Krise erfolgte – wird zum Vergleich berücksichtigt.

Die oberen Charts zeigen die Standardabweichung des gleitenden 5-Tages-Durchschnitts des Aktienkurses und seinen polynomialen Trend. Der mittlere Chart zeigt die im Referenzzeitraum erwirtschafteten ungewöhnlichen Einkünfte.¹⁵ „Abnormal Returns“ geben die Erträge einer Aktie im Verhältnis zum vergleichbaren Marktsegment an und erleichtern die Einschätzung, ob sich ein eine einzige Aktie betreffender Vorgang auf ihren Kurs auswirkt, was durch einen Vergleich der Rendite dieser Aktie mit der Rendite anderer Aktien, die diesem Ereignis nicht unterworfen waren, sichtbar wird. Im theoretischen



¹⁵ „Abnormal Returns“ werden gegen den MSCI World Banks Index als Benchmark berechnet. Methodologische Einzelheiten in: MacKinlay (1997). Abnormal Returns werden wie nachfolgend definiert als kumulierte Abnormal Returns berechnet.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau}$$

wobei $AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \alpha_i - \beta_i R_{m\tau}$



Keine dauerhaften Auswirkungen auf Aktienkurse

Starke Marktstimmungen

schen Fall effizienter Märkte sind Abnormal Returns gleich Null. Je größer die Abweichungen von der Null-Hypothese, desto größer sind die Auswirkungen unternehmensspezifischer Vorgänge. Die unteren Charts zeigen das Handelsvolumen in Millionen Aktien.

Das sich hieraus ergebende Bild ist natürlich durch die turbulenten Marktbedingungen in der Finanzbranche über weite Strecken 2007 und 2008 verwischt, so dass die Ergebnisse in ihrer Aussagekraft deutlich reduziert sind. Dies wird nicht zuletzt durch den Fall der Deutschen Bank belegt, bei der die Beteiligung in die Zeit vor der Subprime-Krise fällt. Während in diesem Fall die Handelsaktivitäten normal und Volatilitäten und Abnormal Returns sehr gering waren, müssen alle anderen Beteiligungen vor dem Hintergrund umfangreicher Handelsaktivitäten in den betreffenden Aktien und einem deutlich erhöhten Volatilitätsniveau der Aktienkurse und ihrer relativen Performance gesehen werden. Diese Analyse legt jedoch drei Schlussfolgerungen nahe:

- Der wichtigste Punkt ist, dass die Kurse, wie die Entwicklung der Aktienkurse der größten Banken zeigt, zwischen Mitte 2007 und Mitte 2008 einem starken Abwärtstrend folgten, der in keinem dieser Fälle von der Beteiligung durch einen Staatsfonds zum Zeitpunkt der Beteiligung unterbrochen wurde. Eine mögliche Interpretation wäre, dass einzelne Aktien ohne Staatsfondsbeteiligung noch weiter oder schneller an Wert verloren hätten, aber ein Vergleich der Aktienentwicklung und besonders mit der Benchmark unterstützt diese Interpretation nicht.
- Staatsfonds-Beteiligungen beeinflussen die Aktienkurse der Banken nicht drastisch oder dauerhaft. Auch wenn alle Indikatoren in ausgewählten Fällen Anomalien aufweisen, ist keine davon außergewöhnlich stark oder nachhaltig.
- Sogar in Fällen, in denen die Auswirkungen eines Ereignisses, wie beispielsweise einer Beteiligungstransaktion, identifiziert werden können, ist die Richtung dieser Auswirkungen nicht homogen. So tendierte die Volatilität – besonders ihr Trend – bei den ersten Beteiligungen an Citigroup und Merrill Lynch nach unten, während dies bei UBS und Morgan Stanley etwas weniger ausgeprägt war. Nach den Beteiligungen an Credit Suisse und Barclays tendierte die Volatilität hingegen nach oben. Ein ähnlich heterogenes Bild ergibt sich für „Abnormal Returns“. Während die Daten mit hoher Beständigkeit bestätigen, dass die jeweiligen Investitionen durchaus die Aktienkurse beeinflussten, bleibt die Frage, ob dieser Einfluss in Bezug auf akkumulierte 'Abnormal Returns' positiv oder negativ war, offen. Einerseits haben die Folgeinvestitionen in Citigroup und die Beteiligung an Merrill Lynch und Barclays die kumulierte Rendite nach oben gedrückt. Andererseits blieben die kumulierten Renditen der Aktien von Deutsche Bank, UBS und Credit Suisse entweder gleich oder gingen sogar zurück.

Insgesamt scheinen sich Staatsfonds in diesen ausgewählten Fällen weder besonders positiv noch negativ auf die Stabilität der Aktienkurse ausgewirkt zu haben. Natürlich dürften die Investitionen in einigen Fällen von allergrößter Bedeutung für die Stabilisierung der Kapitalausstattung der betroffenen Bank gewesen sein. Und obwohl sich diese Ereignisse sichtbar im Aktienkurs niederschlugen, wäre es übertrieben, den Staatsfonds-Investitionen eine grundlegende

	<p>Änderung der Marktstimmung in einem fragilen Marktumfeld zu schreiben zu wollen.¹⁶</p>
Das Verhalten von Staatsfonds bei Beteiligungsveräußerungen	<p>Ein wichtiges Thema, das es in Zukunft unbedingt zu beobachten gilt, sind die Auswirkungen von Beteiligungsveräußerungen von Staatsfonds, besonders in der Bankenbranche und hier insbesondere bei großen Beteiligungen - aus einer Marktperspektive und weniger aus der Sicht der Corporate Governance -, die einige Staatsfonds jetzt an Banken halten. In der Praxis hängt der Einfluss von Beteiligungsveräußerungen auf die Marktstabilität unter anderem von der Form ab, in der der Verkauf abläuft, besonders ob ein Investor am offenen Markt oder über Blockgeschäfte verkauft und ob die Beteiligung schrittweise veräußert wird.</p>
Staatsfonds agieren mit Bedacht	<p>Staatsfonds, besonders bereits etablierte und professionell geführte Staatsfonds, sind sich der Konsequenzen eines überstürzten Verkaufs auf das Marktumfeld völlig bewusst und haben sich in der Vergangenheit immer bemüht, Veräußerungen mit der gebotenen Umsicht durchzuführen. Für diese Beobachtung gibt es empirische Belege, obwohl schlüssige Beweise bislang nur begrenzt vorliegen.¹⁷</p>
Staatsfonds-Transparenz beeinflusst andere Investoren	<p>Schließlich stellt sich die Frage, ob die Reaktion der Aktienmärkte auf Staatsfonds-Beteiligungen oder Beteiligungsveräußerungen in irgendeinem Bezug dazu steht, wie viel andere Marktakteure über den Staatsfonds wissen und wie viel Information über seine Ausrichtung und finanziellen Ziele frei zugänglich ist, d.h. wie transparent ein Staatsfonds ist. Wie bereits erwähnt, könnte die These vertreten werden, dass Aktienmarktreaktionen, und besonders Überreaktionen, davon abhängen, in welchem Ausmaß der Markt unter Informationsasymmetrien über die Aktivitäten anderer Investoren – ob im Alleingang oder kollektiv – leidet. Aus dieser Sorge um die Stabilität der Finanzmärkte entstand die Forderung nach einer größeren Transparenz und stärkerer Regulierung der Staatsfonds. Konkrete Daten verweisen darauf, dass das Ausmaß der Transparenz eines Staatsfonds tatsächlich Auswirkungen auf das Verhalten anderer Investoren hat. Branchenübergreifende Analysen von Staatsfonds-Beteiligungen und Aktienmarktreaktionen zeigen, dass sich die Transparenz eines Fonds statistisch signifikant auf die Aktienrendite auswirkt. Dies impliziert, dass andere Investoren in transparentere Staatsfonds ein höheres Vertrauen setzen und eher deren Investitionsverhalten folgen, als dies bei weniger transparenten Fonds der Fall ist.¹⁸</p>

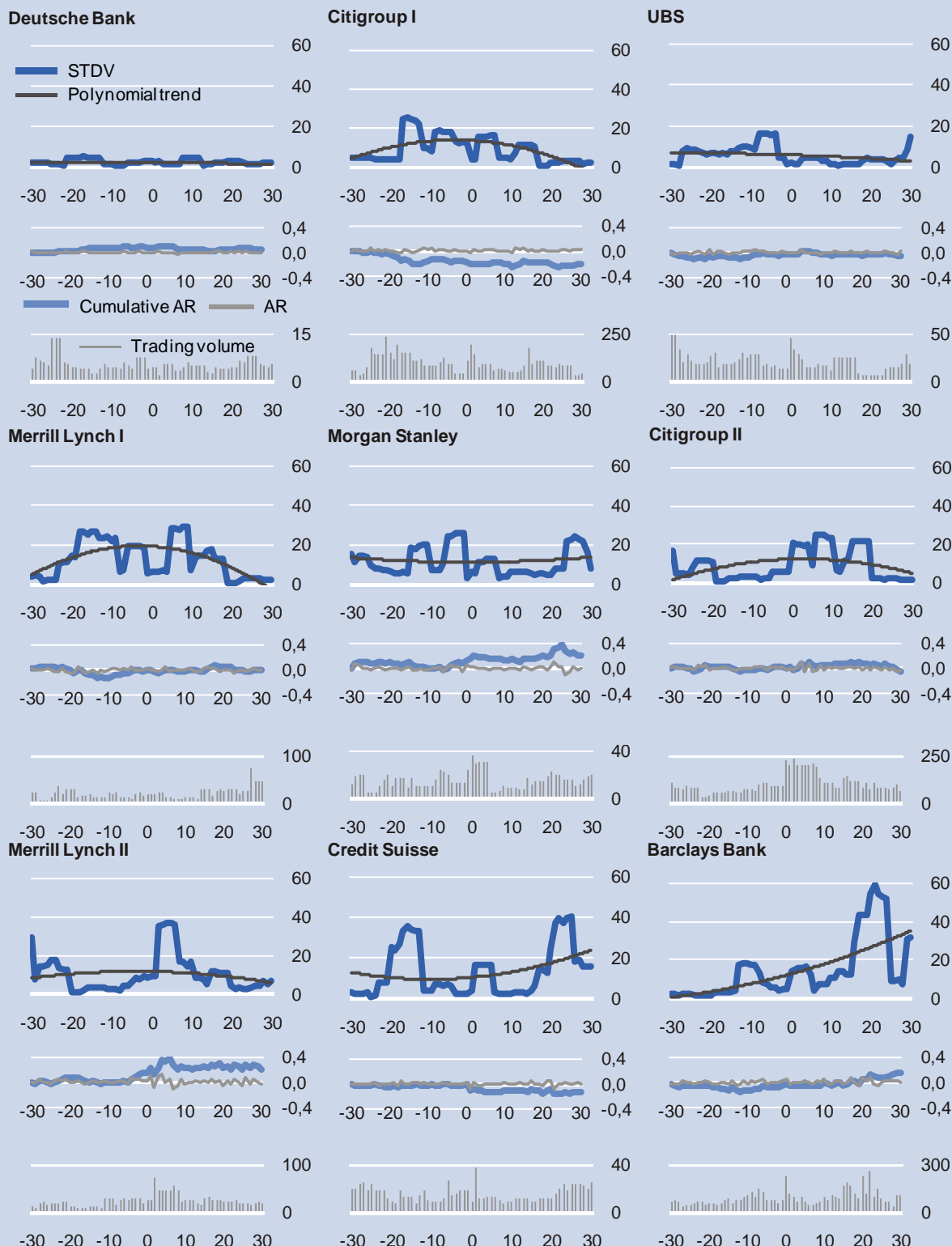
¹⁶ Kotter et al. (2008) stellen fest, dass in ihrer Stichprobe von 163 Staatsfonds-Beteiligungen in 28 Ländern auf der ganzen Welt die Aktienmärkte an den zwei Tagen um die Ankündigung einer Beteiligung reagieren. Die anfängliche risikobereinigte Aktienmarktreaktion wurde auf durchschnittlich 2,1% berechnet.

¹⁷ Fidora et al. (2008) liefern eine ökonometrische Analyse ausgewählter Beteiligungsveräußerungen durch Norges Bank Investment Management, wobei sie keine signifikanten Auswirkungen auf die Aktienperformance feststellen können. Inwieweit diese Ergebnisse verallgemeinert werden können, ist jedoch nicht sicher. Der Grund hierfür liegt darin, dass aufgrund allgemein fehlender Daten nur Beteiligungsveräußerungen eines einzigen etablierten Staatsfonds in der Nicht-Finanzbranche mit sehr niedrigem Transaktionsumfang untersucht werden konnten.

¹⁸ Kotter et al. (2008).

Auswirkungen von Staatsfonds-Beteiligungen auf Aktienpreise und Handelsvolumina

Auswirkungen ausgewählter Staatsfonds-Beteiligungen* auf Aktienkurse und Handelsvolumina jeweils 30 Tage vor und nach der Beteiligung; Standardabweichungen (STDV) in % vom gleitenden 5-Tages-Durchschnitt des Aktienkurses und Polynom-Trendlinie, Abnormal Returns (AR) in % und Handelsvolumina in Millionen Aktien.



*)Transaktionsdetails: Deutsche Bank: Beteiligung der DFIC an der Deutschen Bank. Investierter Betrag: USD 1,4 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 2,2% Datum: 15. Mai 2007. Citigroup I: Beteiligung der ADIA an Citigroup. Investierter Betrag: USD 9,7 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 4,9% Datum: 26. November 2007. UBS: Beteiligung der GIC an UBS. Investierter Betrag: USD 9,7 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 9,0% Datum 10. Dezember 2007. Merrill Lynch I: Beteiligung von Temasek an Merrill Lynch. Investierter Betrag: USD 5,0 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 9,9% Datum 19. Dezember 2007. Morgan Stanley: Beteiligung der GIC an Morgan Stanley. Investierter Betrag: USD 5,0 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 9,9% Datum 19. Dezember 2007. Citigroup II: Beteiligung der GIC und KIA an Citigroup. Investierter Betrag: USD 7,9 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 5,2% Datum 14. Januar 2008. Merrill Lynch II: Beteiligung von KIA und KIC an Merrill Lynch. Investierter Betrag: USD 8,9 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 5,4% Datum 15. Januar 2008. Credit Suisse: Beteiligung von QIA an Credit Suisse. Investierter Betrag: USD 0,5 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 2,0% Datum 18. Februar 2008. Barclays Bank: Beteiligung von QIA an Barclays Bank. Investierter Betrag: USD 3,5 Mrd. Anteil am Eigenkapital: 8,9% Datum 25. Juni 2008.

**Eine optimale Staatsfonds-Politik:
Prinzipien für solide Investitions-
regeln**

- Offene Märkte
- Symmetrie des offenen Marktzugangs
- Gleichbehandlung aller ausländischen Investoren
- Verhältnismäßigkeit politischer Maßnahmen
- Transparenz zu beachtender Regeln
- Minimale Einmischung von politischer Seite
- Internationale Zusammenarbeit und Normen (OECD)

**Eine optimale Staatsfonds-Politik:
Prinzipien für Staatsfonds-Richtlinien**

- Transparenz
 - Investitionsziele
 - Portfolioumfang und -struktur
 - Fondsmittel
 - Festgelegte oder Eventualverbindlichkeiten
 - Fremdkapitaleinsatz
 - Institutioneller Rahmen
 - Externe Rechnungsprüfung
- Governance
 - Kommerzielle Ziele
 - Unabhängigkeit von der Regierung
 - Gute interne Unternehmensführung
 - Robustes Risikomanagement
- Fairer Wettbewerb mit dem privaten Sektor
- Internationale Zusammenarbeit und Normen (IWF)

Politische Reaktionen – Prinzipien für Staatsfonds und Regeln für ausländische Beteiligungen

Die möglichen politischen und wirtschaftlichen Auswirkungen grenzüberschreitender Investitionen großer staatlicher Investoren haben in vielen Teilen der Welt lebhaft öffentliche Debatten ausgelöst, wobei es hauptsächlich um die Frage geht, ob eine politische Reaktion erforderlich ist und wenn ja, in welcher Form.

In dieser Debatte wurden völlig unterschiedliche Positionen bezogen – vom Laissez-faire mit einer Ablehnung von Regierungseinmischung und dem Ruf nach liberalen Investitionsbedingungen bis hin zu protektionistischen Reflexen mit der Forderung nach Regeln zur Einschränkung der Staatsfondsaktivitäten und dem Hinweis, dass Beteiligungen ausländischer Staaten in den Empfängerländern streng überwacht werden sollten. Die Argumentation wurde durch die Tatsache, dass es hier auch um eine Reihe von Querschnitt-Themen geht, noch komplexer. Aus liberaler Perspektive dürfte man zwar in seinem eigenen Land offene Investitionsbedingungen fordern, könnte aber gleichzeitig Investitionen staatlicher Akteure ablehnen, unabhängig davon, ob es sich hierbei um einheimische oder ausländische Akteure handelt. Umgekehrt könnte ein Protektionist Investitionen staatlicher Einrichtungen indifferent gegenüberstehen, sich aber an der Tatsache stören, dass diese aus dem Ausland kommen. Darüber hinaus wurden die Reaktionen der Öffentlichkeit von anderen Themen, die nicht unmittelbar mit der Staatsfonds-Thematik zusammenhängen, beeinflusst – von Sorgen über die Konjunktur allgemein, Arbeitsmarktfragen, kulturellen Fragen und dem Für und Wider der Globalisierung insgesamt.

Eine wirtschaftlich effiziente und realistische Reaktion erfordert ein differenziertes Vorgehen, mit dessen Hilfe die möglichen Vorteile ausländischer Beteiligungen und offener Märkte maximiert werden können. Entsprechend stützt sich unser Vorschlag auf die Entwicklung von Prinzipien in beiden politischen Bereichen – wie sie in den Kästen links zusammengefasst sind, d. h. die Ausarbeitung von Richtlinien, die Staatsfonds sowie Empfängerländer bei ausländischen Investitionen beachten müssen.

Trotz des politisch heiklen Umfelds ist das politische Ergebnis dieser Debatte im Allgemeinen ausgewogen – eine vielversprechende Vereinbarung gemeinsamer Prinzipien zum Verhalten von Staatsfonds auf internationaler Ebene und der Versuch, einen Rückschritt zum Protektionismus in den Empfängerländern zu vermeiden.

Richtlinien für Staatsfonds: Allgemein akzeptierte Prinzipien und Praktiken

Am 11. Oktober 2008 veröffentlichte die Internationale Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG) die Ergebnisse ihrer Arbeit seit ihrer Gründung am 1. Mai 2008. Die IWG stellte insgesamt 24 „Allgemein akzeptierte Prinzipien und Praktiken“ (s. Kasten), die so genannten „Santiago-Prinzipien“ vor, die einen freiwilligen Rahmen darstellen und den jeweils nationalen Gesetzen, Verordnungen, Anforderungen und Verpflichtungen unterliegen. Sie sollen als Richtschnur für die Ausgestaltung einer angemessenen Unternehmensführung und Rechnungslegung sowie als Grundlage für adäquate Investitionspraktiken seitens der Staatsfonds dienen.

Staatsfonds GAPP – Die Santiago-Prinzipien

Die von der Internationalen Arbeitsgruppe der Staatsfonds (IWG) vereinbarten und vom Internationalen Währungs- und Finanzausschuss des IWF am 11. Oktober 2008 bestätigten „Allgemein akzeptierten Prinzipien und Praktiken“ (GAPP)*

1. Solider **rechtlicher Rahmen** für Staatsfonds und ihre Beziehungen zu anderen staatlichen Einrichtungen
2. Klar definierte **Zielsetzungen**
3. **Harmonisierung** mit inländischen, für Fiskal- und Geldpolitik verantwortlichen Institutionen
4. Eindeutige Maßnahmen, Regeln, Vorgehensweisen oder Absprachen bezüglich **Finanzierungs-,** Rückzugs- oder Ausgabeoperationen
5. Zeitnahe **statistische Berichterstattung**
6. Solide Unternehmensführung zur Ermöglichung der Selbstverantwortung und operativen Unabhängigkeit
7. Festsetzung von **Zielen**, Ernennung leitender Gremien, Aufsicht durch Eigentümer
8. Klares **Mandat**, angemessene Autorität und Kompetenz für die leitenden Gremien
9. **Unabhängiges operatives Management**
10. Klar definierter Rahmen zur **Rechnungspflicht**
11. **Jahresbericht und Jahresabschluss** über Geschäfte und Entwicklung in Übereinstimmung mit internationalen oder nationalen Bilanzierungsstandards
12. Jährliche **Rechnungsprüfung** der Transaktionen und Jahresabschlüsse
13. Klar definierte professionelle und **ethische Normen**
14. Geschäfte mit **Dritten** aus wirtschaftlichen und finanziellen Gründen
15. Transaktionen in **Gastländern** unter Beachtung aller gültigen regulatorischen Bestimmungen und Offenlegungsanforderungen
16. Offenlegung der Rahmenbestimmungen der Unternehmensführung und Vorsorgemaßnahmen für operative Unabhängigkeit
17. Für die Öffentlichkeit bestimmte **Finanzinformationen**
18. Investitionspolitik auf der Grundlage **solider Portfolio-Management-Prinzipien**
19. Investitionsentscheidungen zur **Maximierung risikobereinigter finanzieller Renditen** – oder sonstige klare Definition und Offenlegung anderweitiger Überlegungen
20. Keine Vorteilsnahme oder -suche nach **privilegierten Informationen** oder unangemessener Beeinflussung durch die Regierung im Wettstreit mit privatwirtschaftlichen Unternehmen
21. Respektierung der **Eigentumsrechte der Aktionäre**
22. Rahmen für **operatives Risikomanagement**
23. **Berichterstattung** über Aktiva und Investitionen
24. Regelmäßige Überprüfung der GAPP-**Einhaltung**

* Internationale Arbeitsgruppe der Staatsfonds, Staatsfonds – Allgemein akzeptierte Prinzipien und Praktiken, Washington, 11. Oktober 2008.

Inhalt

Mit den Santiago-Prinzipien (GAPP) möchte die IWG die Transparenz und Qualität der Unternehmensführung von Staatsfonds weltweit verbessern, einschließlich deren Verpflichtung auf finanzielle, nicht politisch motivierte Ziele. Diese Prinzipien bauen auf ersten Erkenntnissen der IWG über die Transparenz und interne Unternehmensführung von Staatsfonds auf (s. Grafiken 29 bis 32), die auf völlig unterschiedliche Praktiken von Staatsfonds verweisen. So sollen Investitionsstrategien durch die Offenlegung von Details über die beabsichtigte Verwendung von Stimmrechten, Risikomanagement und des Einsatzes von Leverage transparenter werden. Hinsichtlich der Unternehmensführung soll mit Hilfe der GAPP besser über organisatorische Strukturen und Prozesse informiert werden – wobei die Verpflichtung zur Trennung von Fondsmanagement und Regierung der wichtigste Punkt ist. Darüber hinaus legte die IWG einen Vorschlag zur Einrichtung einer Ständigen Staatsfonds-Gruppe vor, mit dem Ziel, die Ausarbeitung der GAPP weiterzuentwickeln und den Dialog mit offiziellen Stellen und Empfängerländern über Entwicklungen, die sich auf Staatsfonds-Transaktionen auswirken, zu ermöglichen.

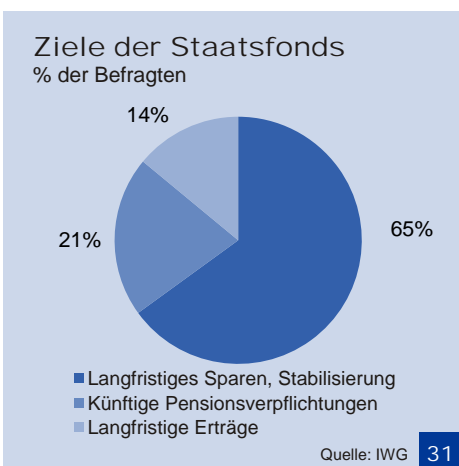
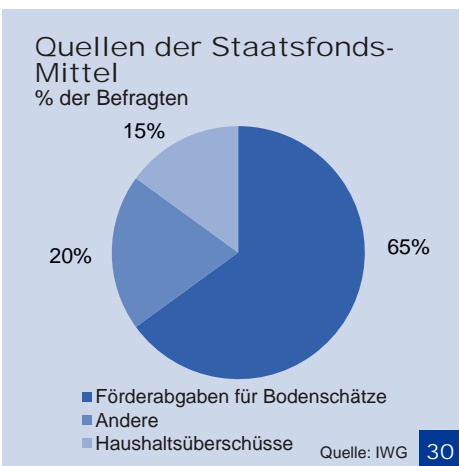
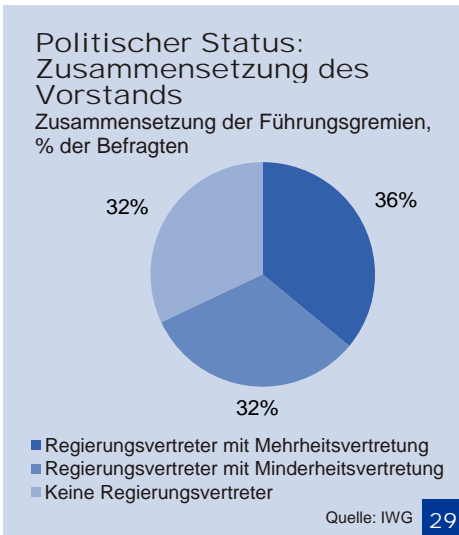
Einschätzung

Trotz der allgemein gefassten Formulierungen der GAPP und ihrer Freiwilligkeit ist ihre Einführung zweifelsohne ein bemerkenswerter Erfolg des IWF und der Mitglieder der IWG, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der aktuellen politischen Herausforderungen:

- **Umsichtiges Vorgehen:** Mit einem Mandat der G7-Finanzminister anlässlich ihrer Zusammenkunft im Oktober 2007 versehen, verschiedene politische Maßnahmen gegenüber Staatsfonds zu untersuchen, traf der IWF die richtige Entscheidung, diesen Kurs nicht einseitig zu verfolgen und einer Investorengruppe Regeln aufzuzwingen, die schon damals einer Regulierung ablehnend gegenüberstand. Ganz im Gegenteil – der IWF beschränkte sich darauf, die zu diskutierenden Kernbereiche zu identifizieren und eine Arbeitsagenda zu erstellen.¹⁹ Anschließend legte er durch die Gründung der Internationalen Arbeitsgruppe die Formulierung gemeinsamer Prinzipien und Praktiken in die Hände der Staatsfonds selbst.
- **Gemischte Interessen:** In der IWG trafen sehr unterschiedliche Akteure zusammen²⁰, um die Möglichkeit gemeinsamer Prinzipien zu diskutieren. Einige Staatsfonds-Vertreter hatten bereits früher ihre Meinung zu der in den USA und Europa aufkeimenden politischen Debatte über Staatsfonds geäußert. Diese reichte von der Bereitschaft zur Kooperation bis zur offenen Ablehnung. Somit musste die IWG innerhalb einer heterogenen Gruppe verschiedener Akteure zu einem Ergebnis kommen.
- **Breit angelegte Konsultation:** Die IWG umfasste nicht nur sehr unterschiedliche Staatsfonds-Akteure, sondern konnte auch an-

¹⁹ Internationaler Währungsfonds, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Washington, 29. Februar 2008.

²⁰ Mitglieder : Äquatorialguinea, Australien, Aserbeidschan, Bahrain, Botswana, Chile, China, Iran, Irland, Kanada, Katar, Korea, Kuwait, Libyen, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Russland, Singapur, Timor-Leste, Trinidad & Tobago, die Vereinigten Arabischen Emirate, die Vereinigten Staaten. Ständige Beobachter: OECD, Oman, Saudi-Arabien, Vietnam, Weltbank. Co-Vorsitzende: Hamad al Suwaidi, Under Secretary of Finance of Abu Dhabi und Vorstand der Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Jaime Caruana, Direktor des Monetary and Capital Markets Department des IWF.



dere wichtige Akteure in die Formulierung ihrer Prinzipien einbinden wie OECD, Weltbank und EU.

- **Zeit:** Die Verhandlungen waren kurz – sie dauerten nicht einmal sechs Monate.
- **Schwieriges wirtschaftliches und politisches Umfeld:** Die Verhandlungen fanden vor dem Hintergrund eines keineswegs positiven wirtschaftlichen und politischen Umfelds statt – Finanzkrise, hohe Volatilität an den Rohstoffmärkten und anhaltende politische Instabilität in einigen der teilnehmenden Staaten.

Die wichtigsten Themen

Die Einigung auf die GAPP ist ein wichtiger Schritt.

Drei entscheidende Fragen müssen jedoch gestellt werden:

- **Erfüllung der Erwartungen der Schlüsselakteure:** Können die GAPP die Erwartungen der verschiedenen Akteure, einschließlich der Politiker in den Heimatländern der Staatsfonds und in den Empfängerländern ebenso wie der Marktteilnehmer und der breiten Öffentlichkeit, erfüllen?

Wenn die GAPP sich nicht mit den grundlegenden Befürchtungen der an künftigen Investmenttransaktionen Beteiligten auseinandersetzen, besteht die Gefahr, dass sie keine Wirkung zeigen können und Staatsfonds weiterhin Probleme haben werden, zu bestimmten Ländern Zutritt zu erhalten und als verlässliche institutionelle Investoren anerkannt zu werden.

- **Sicherung einer breiten Unterstützung und Einhaltung:** Werden Staatsfonds und die Staaten, die sie betreiben – unabhängig davon, ob sie in den IWG-Prozess eingebunden sind oder nicht –, diese Prinzipien auch in der Praxis unterschreiben und sie befolgen?

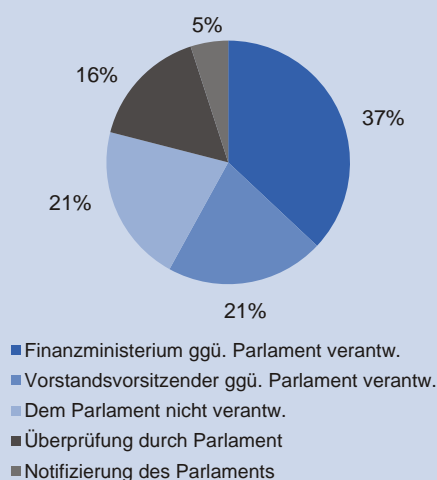
Entscheidet sich ein Staatsfonds dafür, die GAPP nicht zu übernehmen, bleibt abzuwarten, ob dieser Staatsfonds in den Empfängerländern mit einer verschärften politischen Überprüfung oder sogar Ablehnung rechnen muss. Im Vergleich zu einem Staatsfonds, der sich an der freiwilligen Selbstregulierung, wie sie in den GAPP festgelegt ist, beteiligt. Oder anders gesagt: Die Übernahme der GAPP könnte zu einem Gütesiegel unter Staatsfonds werden, das den Empfängerländern signalisiert, dass sich dieser Fonds zu Investitionen aus finanziellen Gründen verpflichtet hat und Mindestanforderungen bezüglich Transparenz und Unternehmensführung erfüllt.

- **Sicherstellung von Aufsicht und Umsetzung:** Werden IWG und IWF in der Lage sein, ihre Umsetzung zu überwachen und sicherzustellen oder besteht die Gefahr, dass diese freiwilligen Verpflichtungen in den Ländern unbeachtet bleiben, an die sie besonders gerichtet sind?

Wenn sich die Übernahme der GAPP zu einem Qualitätssiegel entwickeln soll, müssen Staatsfonds ihrer Verpflichtung Taten folgen lassen. Sie sollten finanzielle Ziele verfolgen und Normen zu Transparenz und Unternehmensführung so umsetzen und anwenden, dass sie tatsächlich von allen Beteiligten überwacht werden können. Die Einrichtung einer Ständigen Staatsfonds-Gruppe zur Fortsetzung der Arbeit an den GAPP und zur Ermöglichung eines Dialogs mit Regierungsstellen und Empfängerländern über Entwicklungen, die sich auf Staatsfonds-Operationen auswirken, kann in dieser Hinsicht eine wichtige Maßnahme sein.

Politischer Status: Rechenschaftspflicht gegenüber Legislative

Rechenschaftspflicht gegenüber Parlament, % der Befragten



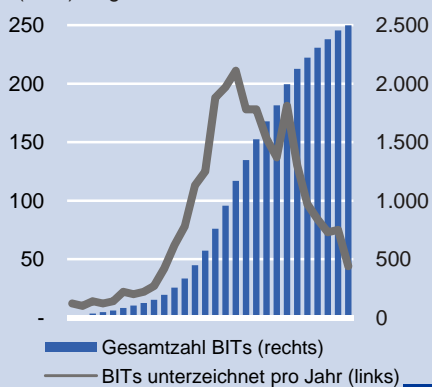
Quelle: IWG **32**

Bestehende Barrieren für ausländische Investitionen

Keine internationalen Regeln für liberale Investitionsregeln

Fragmentierte globale FDI-Regeln

Zahl bilateraler Investitionsabkommen (BITs) insgesamt



Quellen: UNCTAD, DB Research **33**

Die OECD und Standards für Investitionsregeln in den Empfängerländern

Je weiter die Ausarbeitung von Richtlinien für Staatsfonds voranschreitet, desto drängender wird ein besser abgestimmtes Vorgehen bei der Erstellung von Regeln für ausländische Investitionen in den Empfängerländern.

Alle Länder auf der ganzen Welt regeln den Zufluss ausländischen Kapitals und ausländischer Investitionen in die eigene Wirtschaft. Diese Regeln können in der direkten Form eines vollständigen Verbots oder quantitativer und qualitativer Beschränkungen ausländischer Investitionen, Kapitalkontrollen und Sicherheitsüberprüfungen für ausländische Investitionen abgefasst sein. Zusätzlich beschränken viele Länder indirekt die ins Land fließenden Investitionen in der Form von Regeln zur Unternehmensführung, die ausländische Eigentümer im Wettbewerb benachteiligen, durch Einschränkungen für ausländischen Besitz an Grund und Boden sowie an Unternehmen, unterschiedliche Produkt- und Produktionsstandards, diskriminierende Wettbewerbsregeln, Regelungen zu Besteuerung und Handel sowie Handels- oder restriktive Lizenzverfahren. Häufig führen Regierungen für Industriezweige, die in ihren Augen politisch oder wirtschaftlich besonders kritisch sind, zusätzliche Beschränkungen ein.²¹

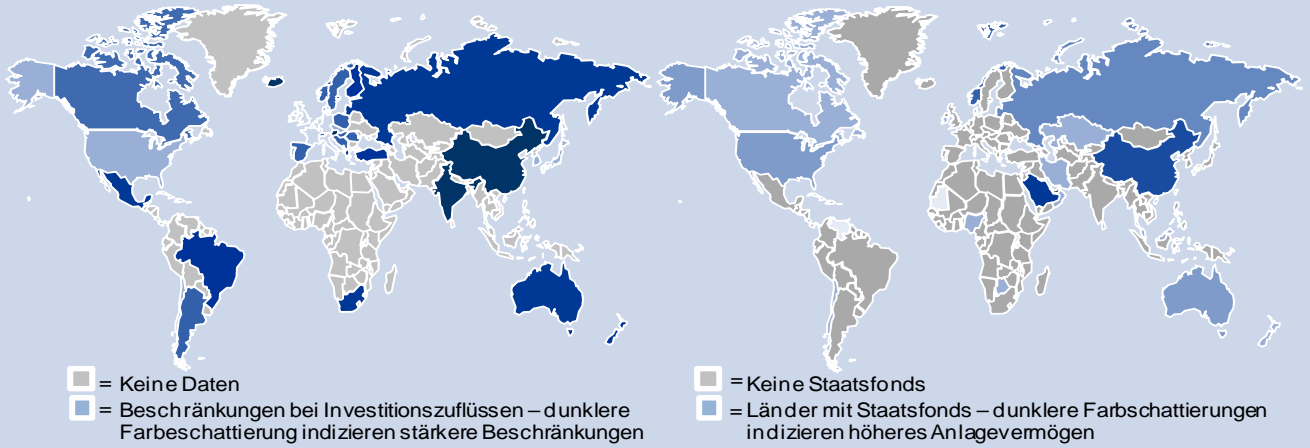
Direkte und indirekte ausländische Investitionen müssen in den meisten Ländern hohe Barrieren überwinden, was wiederum Wettbewerb und den Zufluss wertvollen Kapitals und Know-hows verhindert. Letzten Endes können diese Barrieren beträchtlichen wirtschaftlichen Schaden verursachen, weil sie nationale Volkswirtschaften unter ihr Wachstumspotenzial drücken – ein Zeichen dafür, dass derartige Restriktionen in der Regel eher durch politische Erwägungen als durch wirtschaftliches Denken ausgelöst werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass es keine internationalen Vereinbarungen gibt, die nationalen Regierungen Richtlinien, geschweige denn bindende Regeln, an die Hand geben, die die Liberalisierung von Investitionsregeln und die Abschaffung direkter und indirekter Investitionsbarrieren fördern oder die Vorgaben anbieten, nach denen die Regeln und Verfahren, die von Regierungen zum Schutz nationaler Interessen für unumgänglich gehalten werden, wenigstens so abgefasst werden, dass sie zu möglichst wenig Verzerrungen führen. Daneben gibt es eine wachsende Anzahl internationaler und bilateraler Abkommen, die – bei aller Erleichterung für grenzüberschreitende Kapitalflüsse – das operative Umfeld für internationale Investitionen weiter fragmentieren. Ende 2006 gab es beinahe 5.500 internationale Investitionsabkommen (IIA), einschließlich über 2.500 bilateraler Investitionsabkommen, über 2.600 Doppelbesteuerungsabkommen und beinahe 250 Freihandelsabkommen.

In der Praxis sind die einzelnen Volkswirtschaften hinsichtlich ausländischer Investitionen durch regulatorische Barrieren deutlich voneinander getrennt. Dies verhindert bedeutende Investitionen oder erhöht die Kosten deutlich, falls sie dennoch getätigt werden – besonders weil sich die Barrieren von Land zu Land stark unterscheiden und es kein allgemeines Muster gibt.

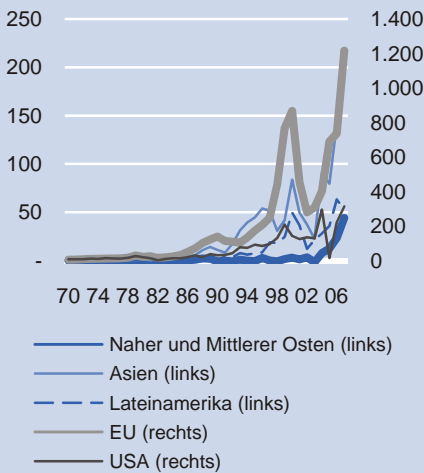
²¹ Für einen Überblick über die aktuelle Protektionismus-Debatte siehe: Sprissler, Tim. Aus Erfahrung schlecht – Die Rückkehr des Protektionismus. Deutsche Bank Research. Aktuelles Thema 445. Mai 2009.

Einschränkungen bei ausl. Investitionen und Verteilung von Staatsfonds im Vergleich



Wachstum von ins Ausland fließenden Direktinvestitionen

Globales Wachstum von Auslandsinvestitionen, ins Ausland fließende Investitionen, USD Mrd.



Quellen: UNCTAD, DB Research

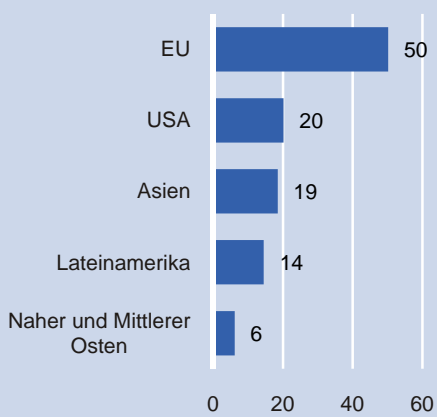
34

Die Höhe von Investitionsbarrieren wurde über verschiedene Kategorien direkter und indirekter Hürden sowie Branchen hinweg gemessen. Die EU und ihre Mitgliedstaaten sind im Durchschnitt die offensten und liberalsten Volkswirtschaften der Welt, wobei Lettland, Belgien, Deutschland, das Vereinigte Königreich, Italien, die Niederlande, Irland, Litauen und Frankreich das Feld anführen. Japan, die USA und andere Industriestaaten und Schwellenländer folgen. Russland, Indien und China sind die restriktivsten Staaten.

Paradoxerweise ergibt ein Vergleich der Restriktionen bezüglich ausländischer Direktinvestitionen mit dem Umfang verfügbarer staatlicher Mittel, dass es genau die Länder mit umfangreichen staatlichen Mitteln sind, die zur Zeit die strengsten Vorkehrungen treffen, um ausländische Investitionen von ihren eigenen Märkten fern zu halten. Dies fällt in vielen dieser Länder mit dem Wachstumspotenzial für ausländische Investitionen aus der Privatwirtschaft zusammen. In vielen Schwellenländern haben sich private Unternehmen im internationalen Vergleich nicht nur zu wichtigen Akteuren in ihrer Branche entwickelt, sondern auch zu wirklichen 'Global Players'. Während dies hauptsächlich in ihren extensiven Handelsaktivitäten zum Ausdruck kommt, werden multinationale Unternehmen aus Schwellenländern zunehmend zu globalen Investoren, die nicht nur in angrenzenden Schwellenländern Eigentum an Finanzanlagen und Immobilien erwerben wollen, sondern auch in traditionellen industrialisierten Volkswirtschaften. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, da die Volkswirtschaften der Schwellenländer erst anfangen, als globale Investoren aufzutreten – und die Asymmetrie im Marktzugang zwischen den offenen Volkswirtschaften der EU und Nordamerika und denen der Schwellenländer dürfte noch ausgeprägter werden.

FDI – wirtschaftliche Bedeutung

Bestand der ins Ausland fließenden Investitionen als % des BIP, 2007



Quellen: UNCTAD, DB Research

35

Als sich in den möglichen Zielländern protektionistische Reflexe gegen ausländische staatliche Investoren abzuzeichnen begannen, forderten die Finanzminister der G7-Staaten im Herbst 2007 die OECD auf, Möglichkeiten zu prüfen, Prinzipien für Auslandsinvestitionen, wie Nicht-Diskriminierung, Transparenz und Verlässlichkeit, zu erstellen. Dieses neue Mandat ergänzt die langjährigen Bemühungen der OECD, Investitionshemmnisse und Unterschiede in den Kontrollsystemen für ausländische Investitionen in den einzelnen Ländern abzubauen. Der Investitionsausschuss der OECD legte

OECD-Empfehlungen für sicherheitsrelevante Maßnahmen

- **Nicht-Diskriminierung**
- **Transparenz und Berechenbarkeit**, einschließlich (1) Kodifizierung und Veröffentlichung von Investitionsregeln, (2) Vorankündigung von Veränderungen der Investitionsregeln, (3) Konsultationen mit allen interessierten Parteien bei einer Änderung der Investitionspolitik, (4) Verfahrensfairness und -berechenbarkeit, einschließlich strenger Zeitlimits für Prüfverfahren, (5) Schutz von kommerziell sensiblen Informationen des Investors, (6) Offenlegung investitionspolitischer Aktionen.
- **Regulatorische Verhältnismäßigkeit** für Beschränkungen bei Investitionen und Anordnungen bei Transaktionen, die nicht über den Schutz der nationalen Sicherheit hinausgehen sollten, einschließlich (1) klarer Argumentation und Definition eines klaren Verhältnisses zwischen Investitionsbeschränkungen und Risiken für die nationale Sicherheit, (2) enger Fokus auf Themen im Umfeld nationaler Sicherheit, (3) Anwendung angemessener Fachkenntnisse bei der Überprüfung und Beurteilung von Transaktionen, (4) maßgeschneiderte Reaktionen auf einzelne Transaktionen, vorzugsweise unter Verwendung von Abmilderungsvereinbarungen, (5) Investitionsmaßnahmen als letztes Mittel, das erst nach Ausschöpfung anderer Optionen (Branchenlizenzierung, Wettbewerbspolitik, Finanzmarktregulierung) zur Anwendung kommen sollte.
- **Rechenschaftslegung**, einschließlich Verfahren für parlamentarische Aufsicht, Normenkontrolle, periodische Überprüfung regulatorischer Auswirkungen und Entscheidungsfindung auf hoher Ebene.

Quelle: Organisation für Wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Bericht des OECD-Investitionsausschusses, Paris, 4. April 2008.

OECD-Ergebnisse Mitte 2009 erwartet

daher am 4. April 2008 einen Zwischenbericht über „Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies“ vor.²²

Inhalt

In seinem Zwischenbericht würdigte der OECD-Investitionsausschuss die wachsende Bedeutung staatlicher Investoren und unterstrich die solide Basis bestehender Prinzipien und Prozesse zur Sicherstellung des freien Kapitalverkehrs. Der Ausschuss betonte besonders die folgenden Punkte:

- **Vorteile von Staatsfonds-Beteiligungen begrüßt:** Die OECD begrüßt die Vorteile von Staatsfonds-Beteiligungen, einschließlich des stabilisierenden Effekts von Staatsfonds-Investitionen in Banken, die stimulierende wirtschaftliche Wirkung in den Zielländern, das internationale Recycling von Ersparnissen, ihre gute Erfolgsbilanz als langfristige Investoren und ihren Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung ihrer Heimatstaaten.
- **Etablierte Investitionsprinzipien:** Bestehende OECD-Investitionsinstrumente beinhalten bereits fundamentale Prinzipien, die das allgemeine Verständnis einer fairen Behandlung ausländischer Investoren und die Notwendigkeit reflektieren, dieses Verständnis in die nationale Investitionspolitik einzubinden und bei allen Ländern, die sich auf diese Prinzipien verpflichtet haben, gleiche Prüfkriterien anzulegen. Zu diesen Prinzipien gehören:
 - Nicht-Diskriminierung ausländischer Investoren
 - Transparenz von Investitionsbeschränkungen
 - Progressive Liberalisierung von Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs
 - Stillhalteklausele zur Verhinderung neuer Restriktionen
 - Einseitige Liberalisierung und Vermeidung der Reziprozität
- **Sorge um nationale Sicherheit ist legitim:** Die OECD gesteht ihren Mitgliedstaaten das Recht zu, in ihren Augen zur Verteidigung der nationalen Sicherheit erforderliche Maßnahmen zu ergreifen. Allerdings sollte die Klausel der nationalen Sicherheit der OECD-Investitionsinstrumente zurückhaltend angewendet werden.
- **Maßnahmen zum Schutz der nationalen Sicherheit erfordern Prinzipien:** Trotz der zugestandenen allgemeinen Legitimität politischer Maßnahmen zum Schutz der nationalen Sicherheit diskutiert die OECD – im Zusammenhang mit ihrem Projekt „Investitionsfreiheit, nationale Sicherheit und strategische Industriezweige“ – adäquate Maßnahmen, mit denen diese Interessen ohne Beeinträchtigung der Offenheit der Märkte gewahrt werden können. Obwohl die endgültigen Ergebnisse dieses Projekts noch ausstehen, haben sich die an diesem Projekt Beteiligten auf grundlegende Prinzipien geeinigt, die den Regierungen bei der Ausarbeitung einer Investitionspolitik zum Schutz der nationalen Sicherheit als Richtschnur dienen sollen (s. Textkasten).

Der OECD-Investitionsausschuss ist darum bemüht, seine Arbeiten zum Projekt "Investitionsfreiheit" bis Mitte 2009 abzuschließen und beabsichtigt, auf der Grundlage der aufgestellten Prinzipien eine

²² Organisation für Wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Bericht des OECD-Investitionsausschusses, Paris, 4. April 2008.

Staatsfonds-Transparenz und Governance

Land	Fonds	Punkte
NZ	New Zealand Superannuation Fund	95
US	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	94
NO	Norges Bank Investment Management (NBIM)	92
US	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (P W M T F)	91
IE	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	86
US	New Mexico State Investment Office Trust Funds	86
AU	Australian Government Future Fund (AGFF)	80
TL	Timor-Leste Petroleum Fund	80
AZ	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ)	77
CA	Alberta Heritage Savings Trust Fund	74
CL	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	71
CL	Chile Pension Reserves Fund	71
HK	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	67
KZ	Kazakhstan National Fund (KNF)	64
BW	Pula Fund	55
TT	Heritage and Stabilisation Fund	53
RU	Stabilisation Fund of the Russian Federation (SFRF) - Reserve Fund	51
SK	Korea Investment Corporation (KIC)	51
KW	Kuwait Investment Authority (KIA)	48
ST	National Oil Account	48
MX	Oil Income Stabilisation Fund	47
SG	Temasek Holdings Ltd.	45
SG	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	41
KY	Khazanah Nasional Berhad (KNB)	38
CN	China Investment Corporation, CIC	29
KI	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	29
DZ	Fonds de Régulation des Recettes	27
NG	Excess Crude Account	26
IR	Foreign Exchange Reserve Fund	23
VZ	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	23
OM	State General Stabilisation Fund (SGSF)	20
SD	Oil Revenue Stabilisation Account	20
BN	Brunei Investment Agency (BIA)	18
AE	Mubadala Development Company Abu Dhabi	15
AE	Istithmar Dubai	14
AE	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	9
QA	Qatar Investment Authority, QIA	9

Anm.: "Punkte" = Einschätzung jedes einzelnen Fonds hinsichtlich Transparenz und Governance. Kriterien: Struktur, Governance, Rechnungslegung, Transparenz, Verhalten. Gesamtpunktzahl, % der maximal möglichen Punktzahl.

Quelle: Truman (2008) **36**

Reihe von „Best Practices“ zu veröffentlichen, die von Vorschlägen für die Überarbeitung und Erläuterung bestehender OECD-Instrumente ergänzt werden.

Zu diesen Instrumenten gehört ein breites Spektrum an OECD-Kodizes, Erklärungen und erläuternden Dokumenten, von denen die wichtigsten sind:

- OECD-Kodex zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, verabschiedet 1961
- OECD-Erklärung zu Internationalen Investitionen und multinationalen Unternehmen von 1976 in der überarbeiteten Form von 2000
- Verfahren zur Notifizierung und multilateralen Überwachung unter der Aufsicht des OECD-Rats, um die Einhaltung sicherzustellen
- verschiedene Richtlinien, einschließlich 'Policy Framework for Investment', 'Framework for Investment Policy Transparency' und eine 'Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies'.

Die wichtigsten Themen

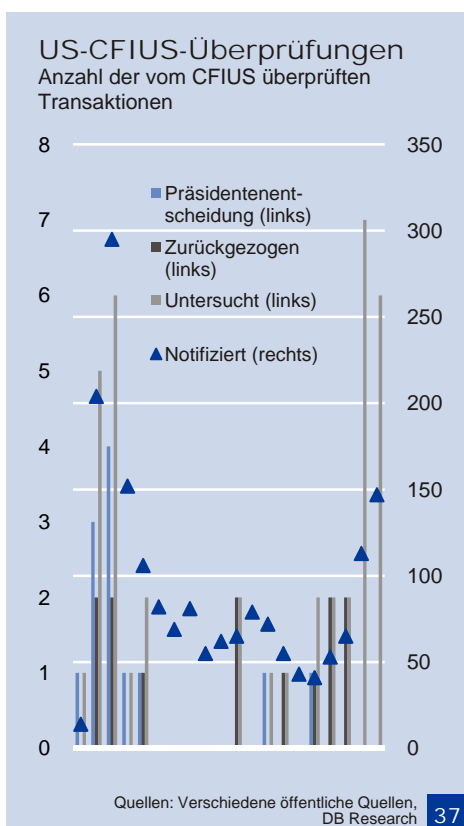
Die Förderung offener Investitionsbedingungen und Vorgaben für eine Investitionspolitik ist in der Vergangenheit – auch für die OECD – immer ein heißes Eisen gewesen. Deutlich illustriert wird dies in ihrem Versuch, mit Hilfe des zwischen 1995 und 1998 verhandelten „Multilateralen Investitionsabkommens“ einen multilateralen Rahmen für systematischere und einheitlichere internationale Investitionsregeln zu entwickeln, der letzten Endes aufgrund des Drucks von verschiedenen Seiten scheiterte. Die Debatte in den Empfängerländern über ausländische staatliche Investitionen brachte das Thema wieder auf die nationale und internationale politische Agenda. Diese Wiederaufnahme wird von Vorbehalten über die Offenheit der Märkte bestimmt, und die Tatsache, dass Staatsfonds der Finanzbranche Kapital zuführten, als diese Investitionen dringend gebraucht wurden, könnte die grundlegenden Bedenken nur vorübergehend zerstreut haben.

Die Förderung offener Investitionssysteme ist vor allem aus zwei Gründen umso wichtiger geworden. Der erste ist, dass es bei der Liberalisierung der Investitionsregeln nicht vorrangig um staatliche Investoren geht, sondern auch um Wachstumschancen für den privaten Sektor, wo die bei staatlichen Investoren gehegten Bedenken nicht greifen. Der zweite Grund ist, dass auf staatliche Investoren abzielende Investitionsmaßnahmen oft negative Nebenwirkungen auf private Investoren haben, insbesondere wenn die Investitionsgesetze nicht oder nur unzureichend zwischen diesen beiden Investorengruppen unterscheiden.

Es überrascht daher nicht, dass es heute genauso schwierig ist wie damals, Richtlinien für Investitionen zu erstellen, die über sehr allgemeine und nicht bindende Empfehlungen hinausgehen. Und obwohl die OECD in der Zwischenzeit eine Reihe aufeinander abgestimmte Prinzipien zur Investitionspolitik erstellt und den Dialog zwischen ihren Mitgliedern intensiviert hat, um international ein harmonisiertes Vorgehen zu fördern, werden die aktuellen und künftigen Bemühungen stark von wichtigen politischen Problemen beeinflusst:

- **Das politische Klima:** Nach dem positiven internationalen Umfeld der 90er Jahre, in dem internationale und multilaterale Wirtschaftsabkommen für liberalere Märkte weitgehend auf politische Zustimmung stießen, trifft eine weitere Öffnung der Märkte in den letzten Jahren und Monaten zunehmend auf Widerstand. Allge-

Bindende, WTO-ähnliche Regeln für ausländische Investitionen erforderlich



37

meine Bedenken über die Auswirkungen der Globalisierung und konkrete nationale und branchenspezifische protektionistische Interessen haben die politische Position für eine weitere Liberalisierung des freien Kapitalverkehrs deutlich geschwächt.

- **Verpflichtung, Umsetzung, Durchsetzung:** Auch wenn sich die OECD-Mitgliedsstaaten im nächsten Jahr auf Richtlinien für die Investitionspolitik einigen, werden diese Richtlinien nichts anderes als eine Richtschnur sein, die die politische Anwendung den nationalen Regierungen überlässt, so dass die Ernsthaftigkeit der Verpflichtung und die Art und Weise der Umsetzung und Durchsetzung unterschiedlich ausfallen dürften. So lobenswert die Bemühungen der OECD sein mögen – der jüngste drastische Anstieg der wirtschaftlichen Bedeutung und Größenordnung ausländischer Investitionen erfordert eine wesentlich stärkere Verpflichtung der nationalen Regierungen, die entsprechend den unter der Welthandelsorganisation (WTO) abgeschlossenen Handelsabkommen zu bindenden Regeln führen soll.
- **Symmetrie des Marktzugangs:** Wie bereits erwähnt, werden grenzüberschreitende Investitionen nicht nur durch hohe regulatorische Barrieren behindert, sondern auch durch die Asymmetrie, mit der viele Volkswirtschaften Investitionen im Ausland tätigen und von offenen Märkten anderswo profitieren, während sie selbst Investitionen von außen mit restriktiven Regeln abblocken. Dieses Verhalten ist kontraproduktiv, und die Entscheidungsträger sollten auf einen Abbau dieser Asymmetrien hinarbeiten.
- **Anwendungsbereich:** In engem Zusammenhang mit der eben angesprochenen Problematik steht die beschränkte geographische Reichweite von OECD-Richtlinien. Aufgrund der Mitgliederstruktur der OECD wenden sich alle von der OECD ausgearbeiteten Richtlinien vorrangig an die traditionellen Industrieländer.²³ Vor diesem Hintergrund wäre es wünschenswert, wenn diese Richtlinien in der Praxis eine größere Reichweite hätten und auch in Ländern außerhalb der OECD als Maßstab für Investitionspolitik anerkannt würden. Die OECD sollte daher ihre Richtlinien nicht nur unter den eigenen Mitgliedern propagieren, sondern auch nach Möglichkeiten suchen, diese Standards mit den Regierungen der Schwellenländer zu diskutieren.

Nationale Regeln für ausländische Investitionen

Während die OECD ihre präzisierten Richtlinien erstellt, schreitet die Arbeit zur Investitionspolitik in den Mitgliedstaaten – an die sich diese Richtlinien richten – voran. Diese Bemühungen wurden nicht zuletzt durch die Bedenken in den Empfängerländern über die Auswirkungen von Staatsfonds-Investitionen in den industrialisierten Volkswirtschaften ausgelöst.

Während die Debatten über die Einführung eines Überprüfungsverfahrens für ausländische Investitionen oder eine Reform bestehender Investitionsregeln aufgrund der Dringlichkeit dieser Frage in mehreren Ländern aufflammten, haben legislative oder regulatorische Initiativen im letzten Jahr nur in vier größeren Volkswirtschaften zu konkreten Veränderungen der Markteintrittsbedingungen geführt, nämlich in den Vereinigten Staaten, Australien, Russland

²³ Mitgliedstaaten der OECD: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Island, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Mexiko, Neuseeland, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakische Republik, Spanien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich.

Ausgewählte Literatur

- Backer, Larry Catá. The private law of public law: public authorities as shareholders, golden shares, sovereign wealth funds, and the public law element in private choice of law. *Tulane Law review*, Vol. 82:1, Juni 2008.
- Balding, Christopher, A portfolio analysis of sovereign wealth funds, mimeo, Juni 2008.
- Blundell-Wignall, Adrian, et al., Sovereign wealth and pension fund issues, Organisation for Economic Development and Cooperation, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 14, Paris, Januar 2008.
- Borio, Claudio, et al., FX reserve management: trends and challenges, BIS Papers No. 40, Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Mai 2008.
- Fidora, Michael, et al., The impact of sovereign wealth funds on global financial markets, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 91, Juli 2008.
- Fisher, Drosten, et al., Assessing the Risks – The Behaviour of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, Monitor group, Juni 2008.
- Gilson, Ronald J., et al., Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism, Stanford University, Law and Economics Olin Working Paper No. 355, Februar 2008.
- Gnan, Ernest, et al., Commodities, Energy and Finance, SUERF Studies 2008/2, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Wien, Juni 2008.
- Greene, Edward F., et al., Sovereign wealth funds – a measured assessment, *Capital Markets Law Journal*, Volume 3, Number 3, Juni 2008.
- Internationaler Währungsfonds, Global Financial Stability Report, April 2008.
- Internationaler Währungsfonds, IMF Country Report No. 06/436, Washington, Dezember 2006.
- Internationaler Währungsfonds, Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, Washington, 29. Februar 2008.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds – Current Institutional and Operational Practices, September 2008.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices, Washington, 11. Oktober 2008.
- Jackson, James K., Foreign Investment and National Security: Economic Considerations, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 15. März 2006.
- Jackson, James K., The Committee on Foreign Investments in the United States, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 8. April 2008.
- Jackson, James K., The Exon-Florio National Security Test for Foreign Investment, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Washington, 15. März 2006.
- Kern, Steffen, Staatsfonds – Staatliche Auslandsinvestitionen im Aufwind, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Dezember 2007.
- Kotter, Jason, et al., Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers, Number 940, Board of Governors of the Federal Reserves System, August 2008.

Forts.

und Deutschland. Diese Entwicklungen werden nachfolgend kurz zusammengefasst. Im Anhang dieser Broschüre befinden sich eine ausführliche Übersicht über die in 12 großen internationalen Volkswirtschaften geltende Investitionspolitik.

Vereinigte Staaten

Der Prüfprozess ausländischer Beteiligungen in den Vereinigten Staaten – durchgeführt vom *Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS)* – wurde 2007 novelliert, um Bedenken über fehlende Ineffizienz und Schnelligkeit des Prozesses in seiner bisherigen Form auszuräumen. Die Novelle des *Foreign Investment and National Security Act (FINSa)* wurde am 26. Juli 2007 vom Präsidenten unterzeichnet (P.L. 110-49), die Durchführungsverordnung *Executive Order (E.O. 13456)* wurde am 23. Januar 2008 veröffentlicht.

Anzumerken ist, dass im FINSa nicht nur das CFIUS-Prüfverfahren selbst, sondern auch eine Reihe damit verbundener Praktiken kodifiziert werden.

- **Relevante Transaktionen:** FINSa erweitert den Bereich der Transaktionen, die dem CFIUS-Prüfverfahren unterzogen werden können. Jeder Zusammenschluss, Erwerb oder Übernahme, die zur ausländischen Kontrolle eines im US-zwischenstaatlichen Handel tätigen Unternehmens führen könnte, kann zur Wahrung der nationalen Sicherheit überprüft werden, und CFIUS muss jede Transaktion überprüfen, bei der der Erwerber eine ausländische Regierung oder ein von einer ausländischen Regierung kontrolliertes Unternehmen ist.
- **Federführende Behörde:** Das Finanzministerium behält seine koordinierende Funktion. FINSa kodifiziert die CFIUS-Praxis, dass das Finanzministerium eine CFIUS-Mitgliedsbehörde beauftragt, im Zusammenhang mit einer geplanten Transaktion im Namen des Ausschusses die Federführung zu übernehmen.
- **Mitgliedschaft:** FINSa erweitert die CFIUS-Mitgliedschaft, die somit das Finanzministerium als federführende Behörde, das Ministerium für innere Sicherheit, Verteidigungsministerium, Außenministerium, Justizministerium, Energie und – ohne Stimmrecht – Arbeitsministerium sowie den Direktor Nationale Nachrichtendienste (DNI), umfasst.
- **Konzept der nationalen Sicherheit:** FINSa erweitert formell die Definition der „nationalen Sicherheit“, so dass Transaktionen im Bereich kritischer Infrastruktur, im Energiebereich und kritische Technologien erfasst werden.
- **Erweiterte Prüfung:** Dem CFIUS stehen jetzt formell 45 Tage für eine erweiterte Prüfung zur Verfügung.
- **Aufsicht durch den US-Kongress:** FINSa erhöht die Aufsichtskompetenz des Kongresses durch (1) schriftliche Meldung des CFIUS an den Kongress bei Beendigung einer Überprüfung oder erweiterter Prüfung und (2) durch einen Jahresbericht über seine Aktivitäten an den Kongress.
- **Abmilderungsmaßnahmen:** FINSa formalisiert den gesetzlichen Auftrag zu Abmilderungsmaßnahmen. Die federführende Behörde überwacht die Einhaltung von Abmilderungsmaßnahmen und erstellt Berichte.
- **Klausel der "Ewigkeitsüberprüfung" (evergreen review):** FINSa ermächtigt CFIUS, bei groben Verstößen gegen Abmilde-

Ausgewählte Literatur – Forts.

- La Porta, Raffael, et al. Government ownership of banks. *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 1. Februar 2002.
- Le Borgne, Eric, et al. Sovereign wealth funds in the Pacific Island Countries: macro-fiscal linkages. IMF Working Paper, WP/07/297, Internationaler Währungsfonds. Dezember 2007.
- Mackinlay, A. Craig. Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (März 1997), S. 13–39.
- Mattoo, Aaditya, et al. Currency undervaluation and sovereign wealth funds: A new role for the World Trade Organization, Peterson Institute for International Economics, Working paper series, WP 08-2. Januar 2008.
- Monk, Ashby H. B. Recasting the sovereign wealth fund debate: Organisational legitimacy, institutional governance and geopolitics, mimeo, Centre for Employment, Work and Finance, Oxford University Centre for the Environment. Mai 2008.
- Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit. A Framework for Investment Policy Transparency. Paris. 2003.
- Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit. Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies. Paris. 2003.
- Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit. International Investment Perspectives 2007. Paris. 2003.
- Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit. International Investment Law. Paris. 2008.
- Organisation für wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit. Policy Framework for Investment. Paris. 2006.
- Ruiz-Arranz, Marta, et al. Are emerging Asia's reserves really too high?, IMF Working Paper, WP/08/192, Internationaler Währungsfonds. August 2008.
- Santiso, Javier. Sovereign development funds: Key financial indicators of the shifting wealth of nations, OECD Emerging Markets Network Working Paper, OECD, Paris, Oktober 2008.
- Setser, Brad W. Sovereign Wealth Funds and Sovereign Power – The Strategic Consequences of American Indebtedness, Council on Foreign Relations, Council Special Report No. 37. September 2008.
- Sprissler, Tim. Aus Erfahrung schlecht – Die Rückkehr des Protektionismus. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 445. Mai 2009.
- Truman, Edwin M. The rise of sovereign wealth funds: Impact on US Foreign Policy and Economic Interests, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington. 21. Mai 2008.
- United States Government Accountability Office, Foreign investment, Report to the Honourable Richard Shelby, Ranking Member, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Report GAO-08-320. Februar 2008.
- United States Government Accountability Office, Implementation of Exon-Florio and related Amendments, Report to Congressional Requesters, GAO/NSIAD-96-12, United States General Accountability Office. Dezember 1995.

Wettbewerb und nationale Wirtschaftsinteressen...

rungsmaßnahmen eine bereits bewilligte Transaktion erneut zu überprüfen.

Auf der Grundlage dieser Änderungen von Paragraph 721 des 'Defense Production Act' von 1950 erhielt CFIUS den Auftrag, Verfahren, Definitionen und weitere relevante Einzelheiten näher zu spezifizieren. Am 21. April 2008 stellte CFIUS eine Reihe von „Regulations Pertaining to the Mergers, Acquisitions, and Takeovers by Foreign Persons“ (Regelungen hinsichtlich Zusammenschlüssen, Erwerb und Übernahmen durch ausländische Personen) zur Diskussion, die zu 26 schriftlichen Eingaben von verschiedenen Seiten führten und die im Lauf des Jahres 2008 abgeschlossen werden sollten. Diese Regeln, die wiederum erneut größtenteils bereits übliche Praktiken implementieren, decken eine Reihe wichtiger Punkte ab:

- **Schwellenwert:** Obwohl das CFIUS-Prüfverfahren immer dann eingeleitet werden kann, wenn Kontrolle über ein US-Unternehmen erworben wird, dürften die neuen Regelungen die Hürde für den Begriff „Kontrolle“ deutlich nach unten setzen, da nach ihnen die Kontrolle auf jedem Beteiligungsniveau übernommen werden kann.
- **Prüfungskriterien:** Definition der Begriffe „kritische Infrastruktur“ und „kritische Technologien“, wie in FINSA für das CFIUS-Prüfverfahren aufgelistet.
- **Verfahren:** Spezifizierung der Fristen für Beantragung und Berichterstattung.
- **Dokumentationsanforderungen:** Spezifizierung der für eine vollständige Meldung erforderlichen Dokumentation, einschließlich der persönlichen Identifikationsinformationen von Führungskräften, Vorstandsmitgliedern und bestimmten Aktionären, detaillierter Information über den Marktanteil, nachgelagerte Verwender der hergestellten Produkte und organisatorischer Struktur des Erwerbers.
- **Sanktionen:** Zivilrechtliche Strafmaßnahmen bei vorsätzlich grob falscher Darstellung oder Unterlassung, Falschbeurkundung oder Verletzung einer wesentlichen Bedingung einer Abmilderungsvereinbarung.

Insgesamt hat die FINSA-Reform, ergänzt durch die von CFIUS vorgeschlagenen Ausführungsbestimmungen, das Profil des CFIUS als politisches Instrument eindeutig geschärft. Während die erhöhte Transparenz und Nachvollziehbarkeit des Verfahrens als positive Nebenwirkung zu betrachten sind, haben Formalisierung und Ausdehnung der Prüfmechanismen die Komplexität von CFIUS deutlich erhöht und das Prüfverfahren zu einem der anspruchsvollsten Verfahren bei Auslandsinvestitionen unter den Industrieländern gemacht – nicht zuletzt für staatliche Investoren.

Australien

Australien überprüft seit der Verabschiedung des „Foreign Acquisitions and Takeovers Act, Act No. 92“ seit 1975 Auslandsinvestitionen. Mit Hilfe dieses Prozesses soll sichergestellt werden, dass ausländische Beteiligungen in Australien nicht gegen nationale Interessen verstoßen. Dieses Verfahren sieht eine Mitteilungspflicht für wesentliche ausländische Beteiligungsabsichten einschließlich aller Beteiligungen durch eine ausländische Regierung oder Regierungsstellen an die australische Regierung und eine Überprüfung durch das „Foreign Investment Review Board (FIRB)“ vor. Das FIRB hat in diesem Prozess beratende Funktion, während die letztendliche Entscheidungsbefugnis beim Finanzminister liegt, der die Zustimmung für

- Beteiligungsabsichten, die nationalen Interessen zuwiderzulaufen scheinen, versagen kann oder sie zur Wahrung nationaler Interessen an Bedingungen knüpfen kann.
- ... sind Teil des Kriterienkatalogs**
- Unter dem Begriff „nationale Interessen“ ist zu verstehen, dass das FIRB untersucht, ob ausländische Beteiligungen die nationale Sicherheit oder wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen könnten. Das FIRB hat den Auftrag sicherzustellen, dass Beteiligungen die besonderen rechtlichen Vorschriften in Bereichen wie Verkehr und Telekommunikation beachten. Es untersucht ebenfalls, ob sich beabsichtigte Beteiligungen auf andere Regierungsbereiche, den Wettbewerb und die Geschäfte australischer Unternehmen auswirken.
- Zusätzlich Prinzipien für SWF, ...**
- Im Februar 2008 veröffentlichte Finanzminister Wayne Swan eine Reihe von Prinzipien²⁴, um das Überprüfungsverfahren der Regierung für ausländische Beteiligungen transparenter zu machen. Diese Prinzipien verfolgen das Ziel, die wichtigsten Faktoren für die Entscheidung zu spezifizieren, ob bestimmte Beteiligungen ausländischer Regierungen und ihrer Agenturen den nationalen Interessen Australiens entsprechen.
- Diese Prinzipien, die sich ausschließlich auf Beteiligungen ausländischer Regierungen und ihrer Agenturen konzentrieren, enthalten die sechs folgenden Kriterien:
- **Unabhängigkeit des Investors:** (1) Operative Unabhängigkeit des Investors von der betreffenden ausländischen Regierung. (2) Vereinbarungen zur Unternehmensführung, die eine tatsächliche oder mögliche Kontrolle durch eine ausländische Regierung erleichtern könnten. (3) Umfang und Zusammensetzung aller Regierungsbeteiligungen, einschließlich Beschränkungen der Rechte zur Unternehmensführung.
 - **Gesetze und Normen für das Geschäftsverhalten** (1) Eindeutige wirtschaftliche Ziele des Investors. (2) Investor unterliegt angemessener und transparenter Regulierung und Aufsicht in anderen Rechtssystemen, einschließlich Unternehmensführungspraktiken ausländischer staatlicher Investoren. (3) Staatsfonds-Investitionspolitik und wie die Ausübung des Stimmrechts im Verhältnis zu australischen Unternehmen beabsichtigt wird.
 - **Wettbewerb:** (1) Auswirkungen auf den Wettbewerb. (2) Auswirkungen auf die Konzentration oder Kontrolle in den betroffenen Industriezweigen.
 - **Regierungspolitik:** (1) Auswirkungen auf die australischen Staatseinnahmen oder andere politische Bereiche. (2) Steuerliche Gleichbehandlung. (3) Übereinstimmung mit den Zielen der Regierung in anderen Angelegenheiten, einschließlich Umweltfragen.
 - **Nationale Sicherheit:** Ausmaß, in dem Beteiligungen die Wahrung australischer strategischer und sicherheitsrelevanter Interessen beeinträchtigen könnten.
 - **Australische Wirtschaft:** (1) Auswirkungen auf Geschäft und Ausrichtung eines australischen Unternehmens. (2) Beitrag zur australischen Wirtschaft und der Gesellschaft allgemein. (3) Pläne eines Erwerbers, ein australisches Unternehmen nach dessen
- ... die das Konzept der nationalen Sicherheit...**

²⁴ Leitprinzipien für die Behandlung von Beteiligungen ausländischer Staaten in Australien, Media Release No. 009, Government Improves Transparency of Foreign Investment Screening Process, Schatzkanzler des Commonwealth of Australia, 17. Februar 2008.

Erwerb umzustrukturieren. (4) Auswirkungen auf Importe, Exporte, Verarbeitung von Materialien vor Ort, Forschung und Entwicklung und Arbeitgeber-/Arbeitnehmerbeziehungen. (5) Ausmaß australischer Beteiligung an Besitz, Kontrolle und Führung eines Unternehmens, das nach einer ausländischen Beteiligung verbleiben würde, einschließlich der Interessen von Arbeitnehmern, Gläubigern und anderen Gruppen.

... breit auslegen

Auch wenn keines der Anfang 2008 vom Finanzminister veröffentlichten Prinzipien qualitativ neue Kriterien oder Zugangsbarrieren für ausländische staatliche Investoren darstellt, gibt diese Intervention klar die Richtung der Investitionspolitik in einer Zeit vor, in der die australische Öffentlichkeit über das Eindringen ausländischer staatlicher Investoren in die Bereiche natürliche Ressourcen, Rohstoffe, Eigentum und Explorations- und Verarbeitungsrechte besonders besorgt war und ist.

Im Gegensatz zu den politischen Vorgaben in den USA und Deutschland bezieht Australien explizit allgemeinere wirtschaftliche und gesellschaftliche Komponenten in seine Prüfkriterien ein und beschränkt sich nicht auf Fragen der nationalen Sicherheit.

Russland

Russland: Neues Gesetz spezifiziert 42 strategische Sektoren...

Nach in den letzten Jahren heftig geführten Debatten über Möglichkeiten, strategische Industriezweige zu schützen, verabschiedete die Duma im Mai 2008 das neue „Föderale Gesetz der Russischen Föderation über das Verfahren bei ausländischen Investitionen in Kapitalgesellschaften, die eine strategische Bedeutung für die Gewährleistung der Landesverteidigung und der Staatssicherheit haben“.²⁵

Dieses Gesetz legt ein Genehmigungsverfahren für ausländische Investitionen in strategische Bereiche in Russland fest, das aus den folgenden Punkten besteht:

... für eine besondere Regierungskontrolle

— **Strategische Bereiche:** Das Gesetz spezifiziert 42 Bereiche mit strategischer Bedeutung für nationale Verteidigung und innere Sicherheit, die in acht Hauptgruppen unterteilt sind: (1) Nukleare Materialien, Elemente, Abfall. (2) Ausrüstung für Verschlüsselungs- und Kryptosysteme. (3) Waffen sowie Militärausrüstung und Wehrtechnik. (4) Luft- und Raumfahrt. (5) Fernsehen, Rundfunk, Printmassenmedien. (6) Natürliche Monopole. (7) Telekommunikation. (8) Geologische Beobachtung sowie Exploration und Erschließung von Unterbodenbereichen mit föderaler Bedeutung.

Verschärfte Bedingungen für ausländische Investitionen...

— **Schwellenwerte:** Definition von Grenzwerten, ab denen Genehmigungspflicht eintritt, einschließlich eines allgemeinen Grenzwerts bei Beteiligungen von über 50% sowie niedrigerer Grenzwerte für bestimmte Sektoren, besonders bei Eigentums- und Explorationsrechten von Rohstoffen.

— **Genehmigungsverfahren:** (1) Genehmigungsverfahren durch eine autorisierte Behörde, höchstwahrscheinlich den Föderalen Antimonopoldienst (FAS). (2) Die autorisierte Behörde ist berechtigt, Antragsdokumente zu erhalten und zu prüfen, eine vorläufige Entscheidung über eine eventuelle Genehmigungspflicht zu treffen, den Antrag mit der Bundesagentur für Sicherheit der Russischen Föderation (FSB) und anderen Regierungsstellen abzu-

²⁵ Föderales Gesetz der Russischen Föderation über das Verfahren bei ausländischen Investitionen in Kapitalgesellschaften, die eine strategische Bedeutung für die Gewährleistung der Landesverteidigung und der Staatssicherheit haben, No. 57- FZ, vom Präsidenten unterzeichnet am 29. April, gültig ab 7. Mai 2008.

... ergänzt durch zusätzliche branchenspezifische Einschränkungen

stimmen und ihre Entscheidung und die entsprechende Dokumentation zur endgültigen Entscheidung einer Regierungskommission unter dem Vorsitz des Premierministers vorzulegen. (3) Die Regierungskommission kann eine Transaktion genehmigen oder ablehnen oder an Bedingungen knüpfen. (4) Die autorisierte Behörde hat für eine erste Durchsicht und Weiterleitung des Antrags zu anderen betroffenen Regierungsstellen 14 Tage Zeit, gefolgt von 30 Tagen für eine eingehende Prüfung des strategischen Unternehmens (einschließlich Lizenzen zur Ausführung strategischer Aktivitäten, Zugriffsrechten auf Staatsgeheimnisse, Genehmigungen für zivil und militärisch genutzte Güter usw.) und für andere Regierungsstellen zur Stellungnahme. Die Kommission hat 30 Tage für die Entscheidungsfindung. In bestimmten Fällen kann sich das Verfahren auf insgesamt sechs Monate erstrecken.

- **Meldevorschriften:** Ausländische Investoren, die eine Beteiligung von 5% oder mehr an einem strategischen Unternehmen erwerben, müssen den Erwerb bei der autorisierten Behörde melden.
- **Sanktionen:** Sanktionen für die Verletzung dieses Gesetzes schließen die Annullierung des Erwerbs, Verlust der Stimmrechte und Rechtsungültigkeit anschließender Entscheidungen der Führungsgremien und Transaktionen des strategischen Unternehmens ein.

Deutliche Verschärfung der Investitionsbedingungen

Das neue Gesetz stellt eine deutliche Verschärfung der Bedingungen für ausländische Beteiligungen in der Russischen Föderation dar, besonders in den von den neuen Vorschriften als strategisch wichtig eingestuften Sektoren. Darüber hinaus sollte nicht vergessen werden, dass Beteiligungen in Bereichen außerhalb der strategisch bedeutsamen Sektoren, die das neue Gesetz umfasst, durch eine Reihe bereits bestehender allgemeiner oder branchenspezifischer Vorschriften reguliert werden, die im internationalen Vergleich als streng zu bezeichnen sind. Folglich gehört das russische Investitionsregelwerk zu den restriktivsten Systemen weltweit – dies zeigt sich auch an den Messwerten der OECD für Marktoffenheit: Russland belegt auf dieser Skala auch schon vor den zusätzlichen Verschärfungen des neuen Gesetzes den drittletzten Platz.

Deutschland**Deutschland: Weniger strenge Regularien...**

Die von Deutschland vorgeschlagene Reaktion auf Beteiligungen ausländischer Staaten gehört²⁶ zu den am meisten beachteten Entwicklungen in diesem Bereich. Der aus dieser Debatte entstandene Referentenentwurf ist jedoch sicherlich eine der am stärksten überbewerteten politischen Maßnahmen der letzten Monate.

... für Investitionen, die zu einer Beteiligung von über 25% führen

Der Gesetzentwurf²⁷ ist bei weitem nicht so restriktiv, wie von einigen behauptet. Gleichzeitig ist nicht zu leugnen, dass er eine Reihe von Mängeln aufweist, die sich als nachteilig für das Land als Standort für Investitionen und für seinen Ruf als offene und liberale Volkswirtschaft erweisen könnten. Dieser Gesetzentwurf sieht folgende Vereinbarungen vor:

²⁶ Das Dreizehnte Gesetz zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung wurde am 18. April 2009 vom Bundestag verabschiedet und trat am 27. Mai 2009 in Kraft. Für eine aktuelle Darstellung und Kommentierung siehe „Staatsfonds – staatliche Investitionen in der Finanzkrise“, Deutsche Bank Research, Juli 2009.

²⁷ Entwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung. Regierungsentwurf veröffentlicht am 20. August 2008.

Prüfung nur aufgrund von Sicherheitsbedenken

- **Anwendungsbereich:** Alle Investitionen ausländischer Investoren, die zu einem Anteil an einem börsennotierten oder einem nicht an der Börse notierten deutschen Unternehmen von über 25% führen, einschließlich direkter und indirekter Beteiligungen sowie Stimmrechten Dritter, mit denen der gebietsfremde Erwerber von außerhalb der EU oder EFTA eine Vereinbarung über die gemeinsame Ausübung von Stimmrechten abgeschlossen hat.
- **Strategische Bereiche:** Es werden keine strategischen Bereiche spezifiziert.
- **Prüfungskriterien:** Öffentliche Ordnung oder Sicherheit des Landes.
- **Zuständige Behörde:** Für die Prüfung ist das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie zuständig. Der Bundesminister wird andere betroffene Ministerien oder Regierungsstellen zu den Beratungen hinzuziehen, ob eine Prüfung einzuleiten und ob eine Transaktion zu genehmigen ist. Die endgültige Entscheidung – falls das Ministerium eine Untersagung oder Anordnungen für erforderlich hält – trifft die Bundesregierung.
- **Verfahren:** (1) Innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Kaufvertrags kann das Ministerium entscheiden, ob eine Transaktion die öffentliche Ordnung oder Sicherheit gefährden könnte. (2) Sobald der Erwerber von der Absicht einer Überprüfung der Transaktion durch das Ministerium benachrichtigt wird, ist er verpflichtet, alle für die Transaktion relevanten Unterlagen zur Verfügung zu stellen. (3) Ab dieser Benachrichtigung stehen dem Ministerium zwei Monate für eine Untersagung oder Anordnungen zur Verfügung. Andernfalls ist die Transaktion als genehmigt zu betrachten. (4) Für die Untersagung oder den Erlass von Anordnungen ist die Zustimmung der Bundesregierung erforderlich.
- **Anordnungen:** Die Regierung kann eine Transaktion mit Anordnungen genehmigen. Diese Anordnungen können in der Form (1) einer Untersagung oder Einschränkung der Ausübung der Stimmrechte an dem erworbenen Unternehmen oder (2) der Bestellung eines Treuhänders zur Rückabwicklung eines vollzogenen Erwerbs erfolgen.

Neues Gesetz dürfte Spitzenposition bei Marktoffenheit nicht gefährden

Der Gesetzentwurf lässt sich folglich als abgespeckte Version des amerikanischen CFIUS-Prüfverfahrens beschreiben. Mit seinem hohen Schwellenwert von 25%, einem allgemein gestrafften Prüfverfahren und seiner klaren Struktur gehört diese vorgeschlagene Maßnahme im Umgang mit Beteiligungen im internationalen Vergleich sicherlich zu den am wenigsten restriktiven. Deutschland ist zurzeit unter den großen Industriestaaten der Welt der Standort mit den wenigsten Einschränkungen für Investitionen.²⁸ Dieser Gesetzentwurf dürfte nach Erlangung seiner Rechtskraft kaum abschreckend auf kommerziell motivierte ausländische Investitionen – ob nun von privaten oder staatlichen Investoren – wirken und dürfte daher die Wettbewerbsposition des Landes hinsichtlich der Marktoffenheit im internationalen Maßstab kaum beeinträchtigen.

Liberaler Geist des Gesetzes muss in die Praxis umgesetzt werden

Die Ausgestaltung des vorgeschlagenen Prüfverfahrens stellt eine angemessene politische Antwort auf die von Politikern wahrgenommenen Herausforderungen dar. Dennoch kann dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Entwurf einige Mängel enthält, die vor seiner Verabschiedung im Lauf der parlamentarischen Debatte noch

²⁸ Deutschland belegt auf der OECD-Skala der Beschränkungen von ausländischen Direktinvestitionen nach Lettland und Belgien den drittbesten Rang.

Punktuell deutlicher Verbesserungsbedarf

behooben werden sollten. Ansonsten könnte das Prüfverfahren einen Schatten auf die Attraktivität Deutschlands als Wirtschaftsstandort werfen.

- **Dauer:** Der Gesetzentwurf veranschlagt einen maximalen Zeitraum von fünf Monaten für das Prüfverfahren, bestehend aus drei Monaten für die Vorprüfung, ob ein formelles Prüfverfahren eingeleitet werden soll, und zwei Monaten für das Prüfverfahren selbst.

Dies steht im Gegensatz zu beispielsweise insgesamt nur drei Monaten in den USA, wo CFIUS eine Vorprüfungsphase von 30 Tagen, weitere 45 Tage für die Prüfung selbst und höchstens 15 Tage für die Entscheidung des US-Präsidenten zur Verfügung stehen.

Anders gesagt: Das geplante deutsche Prüfverfahren kann bis zu zwei Monate länger dauern als im wichtigsten Vergleichsland und impliziert somit größere Rechtsunsicherheit, höhere Kosten und Wettbewerbsnachteile gegenüber den USA. Eine Verkürzung der einzelnen Phasen sollte ein wichtiges Ziel bei den parlamentarischen Beratungen sein.

Dauer des Prüfverfahrens gravierendster Mangel des Gesetzentwurfs

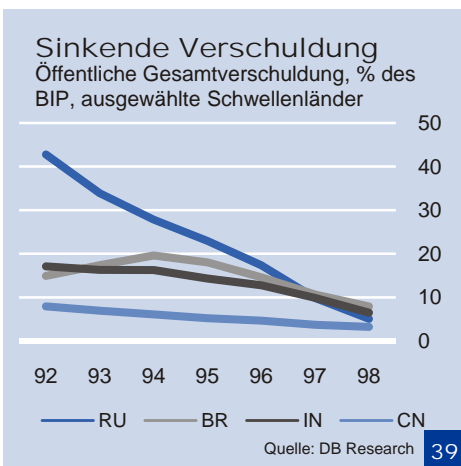
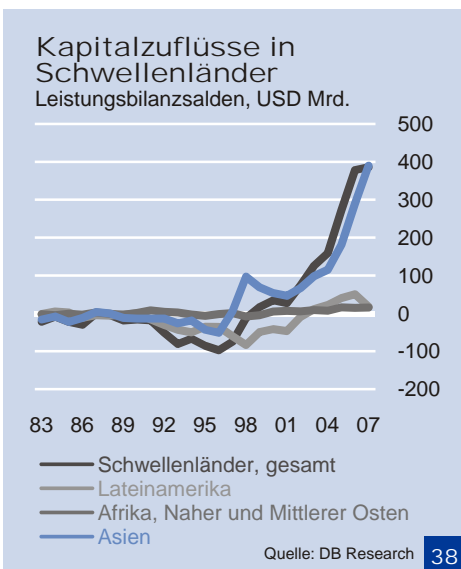
Wünschenswert wäre ein Prüfverfahren mit einer Vorprüfungsphase von 30 Tagen und einer Prüfphase von weiteren 30 Tagen. Vorprüfung und Prüfung erfordern eine Reihe wichtiger und komplexer Einschätzungen und wohlüberlegter Schlussfolgerungen seitens des Ministeriums und weiterer involvierter Stellen. Die beiden Phasen von jeweils einem Monat dürften jedoch in der Praxis ausreichen, um diese wichtigen Pflichten mit der erforderlichen Sorgfalt zu erfüllen.

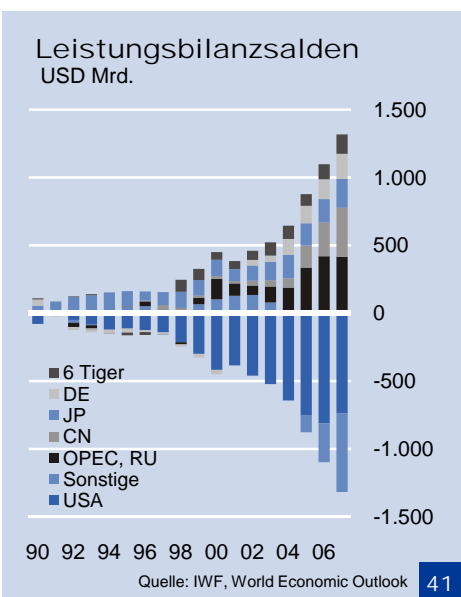
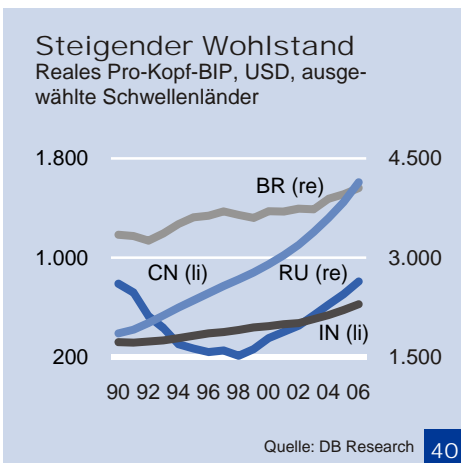
- **Vertraulichkeit:** Vertraulichkeit spielt bei Beteiligungstransaktionen, besonders bei Zusammenschlüssen und Erwerb von Unternehmen, eine wichtige Rolle. Mangelnde Diskretion führt häufig zu massiven Störungen derartiger Vorhaben und in vielen Fällen zum Scheitern.

Vertraulichkeit sollte daher ein wichtiger Punkt jedes Investitionsgesetzes sein und während des gesamten Prüfverfahrens garantiert werden, besonders in Fällen, in denen Investoren für eine nicht offengelegte Transaktion vorab um Genehmigung ersuchen. Eine Klausel, die explizit die Verpflichtung der in diesem Verfahren eingeschalteten Regierungsbehörden zur Geheimhaltung unterstreicht, wäre daher eine wertvolle Ergänzung des Gesetzes.

Letzten Endes kann die Qualität des neuen Gesetzes erst danach beurteilt werden, wie es in der Praxis angewendet wird. Die Bestimmungen des Gesetzes sind vergleichsweise allgemein gehalten, und besonders die Prüfkriterien – öffentliche Ordnung und Sicherheit des Landes – lassen einen weiten Ermessensspielraum für seine Anwendung durch das Ministerium.

Im Optimalfall würde und sollte das Verfahren in möglichst wenig Fällen in Gang gesetzt werden, und sicherlich nur unter Umständen, unter denen eine wesentliche Bedrohung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit zu befürchten ist. Im Interesse der Attraktivität Deutschlands als Wirtschaftsstandort und seiner Glaubwürdigkeit als offene Marktwirtschaft müssen jegliche Versuche, das Prüfverfahren für politische Ziele oder für protektionistische Geschäftsinteressen zu missbrauchen, von Anfang an unterbunden werden.





Kapitalflüsse: Wachsender Beitrag der Schwellenländer

Die globale Perspektive

Um die Diskussion über Staatsfonds und investitionspolitische Maßnahmen abzuschließen, lohnt es sich, diese Debatte in einen globalen Zusammenhang zu stellen. Immerhin geht es hier um einige Themen mit weit reichenden Konsequenzen, wie die Beziehungen zwischen den traditionellen Industrieländern und den Schwellenländern, Kapitalflüsse und weltweite wirtschaftliche Ungleichgewichte, die Rolle des Staates in der Wirtschaft, grenzüberschreitende Investitionen und Eigentum an Vermögenswerten.

Eine neue Welle der Globalisierung...

Staatsfonds und ihre Beteiligungen können als eine Facette einer neuen Phase der Globalisierung betrachtet werden. Die Welle der Internationalisierung im neunzehnten Jahrhundert und die erste Phase der Globalisierung in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhundert wurden vom internationalen Handel mit Gütern und Dienstleistungen, Auslandsinvestitionen – hauptsächlich aus den Industrieländern – und der Entstehung multinationaler Unternehmen getragen. Die zweite Welle der Globalisierung, besonders in den 80er und 90er Jahren, brachte die Internationalisierung der Produktion von Gütern und Dienstleistungen, verbunden mit der Auslagerung arbeitsintensiver Arbeitsprozesse in Niedriglohnländer.

In der aktuellen Phase der Globalisierung geht es um Eigentum an Vermögenswerten weltweit und eine neue Qualität hinsichtlich der Beteiligung aufstrebender Märkte an der Weltwirtschaft. Da viele Schwellenländer in den letzten Jahren enorme wirtschaftliche Fortschritte gemacht haben und reicher werden, tätigen Privatpersonen und öffentlichen Einrichtungen in diesen Ländern verstärkt internationale Investitionen. Dadurch erhöhten sich die Kapitalflüsse von den Schwellenländern in die traditionellen Industrieländer, was zu einer größeren und aktiveren Beteiligung an den globalen Kapitalmärkten führte.

Beide Entwicklungen sind angesichts der Tatsache, dass aufgrund der wirtschaftlichen Realitäten in früheren Phasen der Globalisierung Kapital traditionell von den Industrieländern in die Schwellenländer floss, positiv und äußerst willkommen. Durch ein steigendes internationales Engagement der Schwellenländer dürfte sich ihre Rolle an den globalen Finanzmärkten entsprechend ihrer Bedeutung in der Weltwirtschaft stärker festigen.

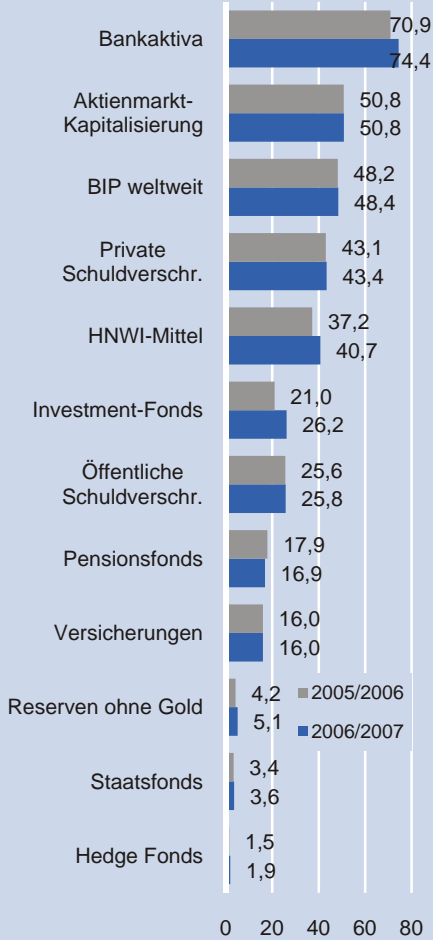
... gewinnt an Schwung...

Diese Indikatoren für eine wachsende Beteiligung der Schwellenländer an den globalen Kapitalflüssen und Besitz von Vermögenswerten sind sicherlich erst die Vorboten, und die Schwellenländer haben noch einen weiten Weg vor sich, bevor sie an der fest verankerten Position der USA und Europas an den globalen Kapitalmärkten und Investitionsflüssen rütteln können.

Staatsfonds sind hier in der Tat ein gutes Beispiel. Ihr gesamtes Anlagevermögen – derzeit USD 3,6 Bill. – erscheint gering im Vergleich zu anderen institutionellen Investoren (zum Beispiel Versicherungsgesellschaften mit USD 16 Bill., Pensionsfonds mit USD 17 Bill., Investmentfonds mit USD 26 Bill. oder den Aktiva der Banken von insgesamt USD 74 Bill.). 2007 investierten Staatsfonds angemessen insgesamt USD 73 Mrd. Auch wenn das Gesamtvolumen einschließlich nicht angegebener Transaktionen deutlich höher sein dürfte, verblasst es im Vergleich zu den USD 899 Mrd., die allein im selben Jahr netto als private Kapitalflüsse in Schwellenländer ge-

Globale Anlagevolumina im Vergleich

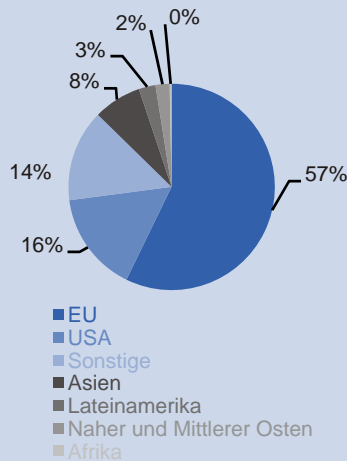
Indikatoren für Größe weltweiter Märkte, USD Bill., jüngste verfügbare Zahlen für 2006/2007, im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: DB Research **42**

Ursprung ausländischer Direktinvestitionen

FDI nach Ursprungsregion, % der globalen Gesamtsumme, 2007



Quellen: UNCTAD, DB Research **43**

flossen sind. Mit einem Anteil von lediglich 10% am globalen Gesamtvolumen erreichen ausländische Direktinvestitionen aus Asien und dem Nahen und Mittleren Osten eine ähnliche Größenordnung.

... und erfordert eine rechtzeitige, gemeinsame Reaktion

Investitionen aus den Schwellenländern wachsen jedenfalls stark und ihr Gewicht an den globalen Kapitalmärkten dürfte deutlich zunehmen – nicht zuletzt angesichts der relativen Stärke und Widerstandsfähigkeit, die die meisten neuen Akteure bisher während der Finanzkrise unter Beweis stellten.

Absehbare wirtschaftliche Entwicklungen dieser Art und Größenordnung erfordern ein rechtzeitiges und koordiniertes Vorgehen. Die Harmonisierungsstrategie des IWF zu Transparenz und Governance von Staatsfonds ist ein sehr positives Beispiel dafür, wie eine rasche und gezielte Reaktion die Schwellenländer an den Verhandlungstisch brachte – und sie selbst zum Motor des Prozesses wurden.

Wenn Staatsfonds als Vorboten der wachsenden internationalen Einbindung der Schwellenländer in Weltwirtschaft und Weltfinanzen betrachtet werden können, veranschaulicht ihr Beispiel, dass eine Intensivierung des Dialogs die Chancen erhöht, für alle Beteiligten akzeptable Lösungen zu finden. Letzten Endes wird es notwendig sein, die Schwellenländer stärker in internationale wirtschafts- und finanzpolitische Entscheidungen und die Weltdiplomatie einzubinden. Ihre Beteiligung wird eine wichtige Voraussetzung für gemeinsame Regeln an globalisierten Kapitalmärkten sein.

Die Finanzkrise zeigt, wie grundlegend sich die Spielregeln bereits geändert haben. Während der Asienkrise 1997 – vor nur zehn Jahren – wäre es noch unvorstellbar gewesen, dass eines Tages Regierungen von Schwellenländern und ihre Staatsfonds von großen Banken an der Wall Street hofiert werden, Kapital zur Verfügung zu stellen und sie so vor einem noch schlimmeren Absturz zu bewahren, wie dies in den letzten Monaten geschehen ist. Angesichts der Instabilität der aktuellen Situation ist nicht auszuschließen, dass – im Fall einer ernsthaften weiteren Verschlechterung der finanziellen Bedingungen und einer verstärkten Einbeziehung der Regierungen bei der Bewältigung der Krise – Staatsfonds, auch aus den Schwellenländern, eine vielleicht noch herausragendere Rolle spielen könnten als bisher. Sollten sich diese neuen Realitäten als dauerhaft erweisen – und die Wahrscheinlichkeit ist hoch –, ist mit einem rasch wachsenden Druck auf die internationalen wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträger zu rechnen, Pläne für künftige Eventualitäten zu entwerfen und den neuen Akteuren aus den Schwellenländern einen angemessenen Platz in der internationalen Arena zu überlassen. Der Beschluss der G7-Finanzminister, ihre Konsultationen über die Bewältigung der Finanzkrise auf die Agenda der G20 zu setzen, ist bereits ein wichtiges Signal in dieser Richtung.

Steffen Kern (+49 69 910 31889, steffen.kern@db.com)

Anhang: Investitionsregeln im internationalen Vergleich²⁹

Australien	
Verfahren	– Überprüfung durch Foreign Investment Review Board (FIRB)
Rechtsgrundlage	– Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975 (FATA)
Ziele	– Schutz nationaler Interessen
Indikation	– Negative Auswirkungen auf die nationale Sicherheit – Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung – Vereinbarkeit mit spezifischen Gesetzen zu ausländischen Investitionen, einschließlich branchenspezifischer Vorschriften – Auswirkungen auf regierungspolitische Maßnahmen, Wettbewerb, Geschäftstätigkeit australischer Unternehmen
Schwellenwerte	– 15% der Aktien oder Stimmrechte für einzelne Investoren – Insgesamt 40% aller Aktien oder Stimmrechte bei zwei oder mehr Investoren
Meldevorschriften	– Verbindlich für wesentliche geplante Auslandsbeteiligungen – Verbindlich für alle von ausländischen Regierungen und ihren Agenturen geplanten Beteiligungen
Prüforgan	– FIRB prüft und berät – Finanzminister trifft endgültige Entscheidung
Branchenfokus	– Kein Branchenfokus
Dokumentation	– Von Fall zu Fall spezifiziert
Dauer	– 30T Überprüfung durch den Finanzminister
Rechtsmittel	– Nein
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Besondere Gesetze für ausländische Investitionen in bestimmte Sektoren, einschl. Transport und Telekommunikation. – Am 17. Februar 2008 veröffentlichte der Finanzminister zusätzliche Richtlinien für Beteiligungsvorhaben ausländischer Regierungen mit zusätzlichen Kriterien für die Zulassung von Beteiligungen ausländischer Regierungen und ihrer Agenturen. Diese sechs Richtlinien beinhalten: (1) Operative Unabhängigkeit des Investors von der betreffenden ausländischen Regierung. (2) Investoren unterliegen den herrschenden Gesetzen und befolgen sie ebenso wie allgemein übliche Geschäftsgepflogenheiten. (3) Eine Beteiligung könnte den Wettbewerb behindern oder zu einer unzulässigen Konzentration oder Kontrolle in der betroffenen Branche führen. (4) Eine Beteiligung könnte sich auf die australischen Staatseinnahmen oder andere politische Maßnahmen auswirken. (5) Eine Investition könnte sich auf die nationale Sicherheit Australiens auswirken. (6) Eine Investition könnte sich auf die Geschäfte und Ausrichtung eines australischen Unternehmens sowie seinen Beitrag zur australischen Wirtschaft und die Gesellschaft allgemein auswirken.
Kanada	
Verfahren	– ICA-Prüfung
Rechtsgrundlage	– Investment Canada Act, 1985
Ziele	– Sicherstellung eines Nettovorteils für Kanada
Indikation	– Umfang und Art der Wirtschaftsaktivitäten, einschl. Beschäftigung, Ressourcennutzung, Beschränkung der Beschaffungsaktivitäten auf das Inland, Exporte – Bedeutung der kanadischen Beteiligung an Unternehmen und Branche – Produktivität, industrielle Effizienz, technologische Entwicklung, Innovation, Produktvielfalt – Wettbewerb – Wettbewerbsfähigkeit an den Weltmärkten – Nationale industrie-, wirtschafts- und kulturpolitische Maßnahmen
Schwellenwerte	– CAD 295 Mio. für WTO-Investoren – CAD 5 Mio. für Direktinvestitionen von Nicht-WTO-Investoren, die in den Bereichen Kultur, Transport, Finanzdienstleistungen und Uranbergbau investieren – CAD 50 Mio. für indirekte Investitionen von Nicht-WTO-Investoren, die in den Bereichen Kultur, Transport, Finanzdienstleistungen und Uranbergbau investieren
Meldevorschriften	– Verbindlich
Prüforgan	– Industry Canada unter Führung des Industrieministers – Canadian Heritage unter Führung des Ministers für kanadisches Erbe
Branchenfokus	– Kein Branchenfokus – Eigene Schwellenwerte für Investitionen in den Bereichen Kultur, Transport, Finanzdienstleistungen, Uranbergbau
Dokumentation	– Informationen über den Investor, Investition, das kanadische Zielunternehmen, seine Vermögenswerte, Pläne des Investors für das kanadische Unternehmen – Gründe für die Investition
Dauer	– 45T Überprüfung – 30T Verlängerung – In der Praxis durchschnittlich 52T für Anträge bei Industry Canada, 75T für Anträge bei Canadian Heritage
Rechtsmittel	– Nein
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Eigentumsbeschränkungen im Finanzsektor – Max. 25% ausländische Beteiligung an Luftverkehrsgesellschaften – Max. 33% ausländische Beteiligung an Telekommunikationsunternehmen – Competition Policy Review Panel (Gremium zur Wettbewerbskontrolle) kann neue Maßnahmen zum Schutz nationaler Interessen vorschlagen

²⁹ Quellen: DB Research, United States Government Accountability Office, nationale öffentliche Quellen.

China	
Verfahren	– Überprüfung ausländischer Investitionen
Rechtsgrundlage	– 2006 Regeln für Unternehmenszusammenschlüsse und Erwerb einheimischer Unternehmen durch ausländische Investoren – Lenkungskatalog für Auslandsinvestitionen – Verschiedene Regelungen durch die zuständigen Ministerien – Verschiedene Einschätzungen durch die zuständigen Ministerien
Ziele	– Nationale Sicherheit und wirtschaftliche Interessen
Indikation	– Nationale Sicherheit – Nationale wirtschaftliche Sicherheit – Schutz kritischer Industriezweige, wie im Lenkungskatalog für Auslandsinvestitionen definiert – Schutz bekannter Warenzeichen und traditioneller Handelsnamen – In der Praxis dürfte eine Reihe weiterer Faktoren das Prüfverfahren beeinflussen, einschließlich negative öffentliche Aufmerksamkeit für den Prüfungszuständigen, bürokratische Grabenkämpfe, unterschiedliche Prioritäten zwischen örtlichen und zentralen Regierungen, politischer Kalender, regulatorische Zweideutigkeit, fehlende Verfahrenstransparenz
Schwellenwerte	– Nicht spezifiziert
Meldevorschriften	– Verbindlich
Prüforgan	– Handelsministerium
Branchenfokus	– Lenkungskatalog für Auslandsinvestitionen spezifiziert 67 Bereiche, in denen ausländische Investitionen beschränkt, und 34 Bereiche, in denen ausländische Investitionen verboten sind, innerhalb der Sektoren Landwirtschaft, Fischfang, Bergbau, produzierendes Gewerbe, Strom- und Wassererzeugung, LNG-Produktion, Kommunikation, Transport und Logistik, Postwesen, Telekommunikation, Groß- und Einzelhandel, Banken und Versicherungen, Immobilien, Leasing, kommerzielle Dienstleistungen, wissenschaftliche Forschung, Technologiesdienstleistungen, Bewässerung, Umwelt, öffentliche Versorgungsunternehmen, Bildung, nationales Gesundheitswesen, Sport, Wohlfahrtspflege, Künste, Unterhaltung, andere Branchen
Dokumentation	– Nicht spezifiziert
Dauer	– Nicht spezifiziert
Rechtsmittel	– Nein
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Insgesamt über 200 Gesetze zu Auslandsinvestitionen einschließlich: 2007 Antimonopolgesetz, Staatsratsgutachten zur Revitalisierung der Maschinenbaubranche, Guiding Opinion Concerning the Advancement of Adjustments of State Capital and the Restructuring of State-Owned Enterprises, Equity Joint Ventures Law, Foreign Contractor Joint Ventures Law, Foreign Capital Enterprises Law

Frankreich	
Verfahren	– Überprüfung von ausländischen Investitionen
Rechtsgrundlage	– Gesetz 2004-1343 – Verordnung 2005-1739
Ziele	– Öffentliche Ordnung – Öffentliche Sicherheit – Nationale Verteidigung
Indikation	– Aktivitäten, die Interessen der öffentlichen Ordnung, öffentlichen Sicherheit oder nationalen Verteidigung gefährden könnten – Forschung, Herstellung und Vertrieb von Waffen, Munition oder Sprengpulver oder -stoffen – Aufrechterhaltung der Industriekapazitäten auf französischem Staatsgebiet (FuE, Know-how und anderes geistiges Eigentum, Produktionskapazität, Lieferbeständigkeit, Einhaltung vertraglicher Verpflichtungen in bestimmten bestehenden Verträgen (z.B. staatliche Beschaffungsverträge oder Verträge in spezifischen Industriebereichen) – EU-Unternehmen: Nur die Operationen, die zum effektiven Transfer einer kritischen Tätigkeit führen – Nicht-EU-Unternehmen: Im Allgemeinen vollständige Untersuchung
Schwellenwerte	– Überprüfung wird durchgeführt, wenn der Investor die „Kontrolle“ über ein Unternehmen erlangt, dessen Stammsitz in Frankreich liegt, eine Unternehmensniederlassung erwirbt, deren Firmensitz in Frankreich liegt oder über ein Drittel des Kapitals oder der Stimmrechte eines Unternehmens erwirbt, dessen Stammsitz in Frankreich ist
Meldevorschriften	– Verbindlich
Prüforgan	– Ministerium für Wirtschaft, Finanzen und Industrie – Andere Ministerien werden beratend hinzugezogen
Branchenfokus	– 11 Sektoren, die in der Verordnung von 2005 definiert sind; zu ihnen gehören Glücksspiele und Casinos, private Sicherheit, Forschung, Entwicklung oder Herstellung von Substanzen zur Verhinderung des gesetzeswidrigen Einsatzes von Krankheitsserregern oder Giftstoffen in terroristischen Aktivitäten, Ausrüstungsgegenstände zum Abfangen von Korrespondenz und zur Überwachung von Gesprächen, Test und Zertifizierung der Sicherheit von IT-Produkten und Systemen, Produktion von Gütern oder Angebot von Dienstleistungen zur Sicherstellung der Sicherheit von Informationssystemen, zivil und militärisch genutzte Güter und Technologien, Kryptologieausrüstung und -dienstleistungen, Aktivitäten von Unternehmen, denen Geheimnisse der nationalen Verteidigung anvertraut sind, insbesondere im Rahmen nationaler Verteidigungskontrakte oder Sicherheitsklauseln, Forschung, Herstellung oder Handel mit Waffen, Munition, Pulver und Sprengstoffen für militärische Zwecke oder Kriegsmaterialien.
Dokumentation	– Ort, an dem der Investor eine juristische Person ist, Einzelheiten über Individuen und staatliche Rechtspersonen, denen die investierende Organisation letzten Endes untersteht, Identität der wichtigsten bekannten Aktionäre, die über 5% des Kapitals oder der Stimmrechte halten, Namen und Adressen der Vorstandsmitglieder, Identität des Fondsmanagers, falls vorhanden, Geschäftsaktivitäten des Investitionsziels, Einkünfte des Investitionsziels im letzten Fiskaljahr, Aktionärsstruktur vor und nach der untersuchten Transaktion
Dauer	– 60T nach Erhalt der vollständigen Unterlagen – Verlängerung möglich
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Nationale sektorspezifische Beschränkungen möglich, z. B. im Bereich Medien, Finanzwirtschaft, Luftfahrt – Staatliches Monopol bei Energieversorgung, Eisenbahnpersonenbeförderung, Kohlebergbau, Sprengstoffe, Post – Emission "Goldener Aktien" für Regierung möglich – EU-Kapitaladäquanzrichtlinie (Art. 19) und Rückversicherungsrichtlinie (Art. 19 und 19a) bieten aufsichtsrechtliche Regelungen für das Eigentum an Finanzinstituten auf der Grundlage der Eignung des Eigentümers aus aufsichtsrechtlicher Sicht und finanziellen Stärke des Investors. Auf der Grundlage dieser Kriterien können die zuständigen Behörden (z. B. Aufsichtsbehörden) Beteiligungen an Finanzinstituten in der EU ablehnen

Deutschland

(Prüfprozess gemäß Referentenentwurf eines 13. Änderungsgesetzes zum Außenwirtschaftsgesetz und der Außenwirtschaftsverordnung vom 11.07.2008)

Verfahren	– AWG-Prüfverfahren für Auslandsinvestitionen
Rechtsgrundlage	– 2008 Referentenentwurf eines 13. Änderungsgesetzes zum Außenwirtschaftsgesetz und der Außenwirtschaftsverordnung – 2004 Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes – 1961 Außenwirtschaftsgesetz
Ziele	– Öffentliche Ordnung – Öffentliche Sicherheit
Indikation	– Reale und ausreichend große Gefahr für die öffentliche Ordnung oder öffentliche Sicherheit, die die fundamentalen Interessen der deutschen Gesellschaft berührt – Nur anwendbar für ausländische Investoren von außerhalb der EU und der Europäischen Freihandelsassoziation
Schwellenwerte	– 25% aller Stimmrechte, direkten und indirekten Beteiligungen
Meldevorschriften	– Freiwillig
Prüforgan	– Ministerium für Wirtschaft und Technologie – Endgültige Genehmigung durch Bundesregierung – Andere Ministerien und Dienststellen können informell auf Einzelfallbasis beratend hinzugezogen werden
Branchenfokus	– Keine Bereiche spezifiziert
Dokumentation	– Wird vom Ministerium für Wirtschaft und Technologie festgelegt
Dauer	– 90T für die Entscheidung, ein Prüfverfahren einzuleiten – 60T für die Durchführung der Prüfung
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Transaktion gilt als genehmigt, wenn die Bundesregierung nicht innerhalb des festgelegten Zeitrahmens anders entscheidet – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen – EU-Kapitaladäquanrichtlinie (Art. 19) und Rückversicherungsrichtlinie (Art. 19 und 19a) bieten aufsichtsrechtliche Regelungen für das Eigentum an Finanzinstituten auf der Grundlage der Eignung des Eigentümers aus aufsichtsrechtlicher Sicht und finanziellen Stärke des Investors. Auf der Grundlage dieser Kriterien können die zuständigen Behörden (z. B. Aufsichtsbehörden) die Beteiligung an Finanzinstitutionen in der EU ablehnen

Indien

Verfahren	– Prüfung durch Foreign Investment Promotion Board
Rechtsgrundlage	– Foreign Exchange Management Act 1999 – Industries Act 1951
Ziele	– Nationale Sicherheit – Inländische Angelegenheiten – Kulturelle Angelegenheiten – Wirtschaftliche Angelegenheiten
Indikation	– „Besondere Umstände“ – Befolgung nationaler Vorschriften wie z. B. Kapitalobergrenzen für einzelne Branchen, Genehmigungsanforderungen für Joint Ventures, Lizenzbestimmungen – Strategische und verteidigungsbezogene Überlegungen
Schwellenwerte	– Nicht spezifiziert
Meldevorschriften	– Verpflichtende Benachrichtigung innerhalb von 30T nach Abschluss einer Transaktion
Prüforgan	– Foreign Investment Promotion Board, zusammengesetzt aus den Ministern für Wirtschaft (Vorsitz), Industriepolitik und -förderung, Handel, der Abteilung für Wirtschaftsbeziehungen innerhalb des Außenministeriums, dem Ministerium für Inner im Ausland
Branchenfokus	– Zusätzliche Lizenzbestimmungen für verschiedene Sektoren, einschließlich alkoholische Getränke, Tabak, elektronische Luftfahrt und Verteidigungsausrüstung, industrielle Sprengstoffe, gefährliche Chemikalien, Fertigungsstätten mit einem Kapital über INR 10 Mio., bestimmte Industrieprojekte
Dokumentation	– Je nach Branche unterschiedlich
Dauer	– 30T – In der Praxis durchschnittlich 90T
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Pressemitteilungen des Ministeriums für Industriepolitik und -förderung (DIPP) legen die Grenzen für ausländische Beteiligungen bei 0%, 26%, 49%, 74%, 100% für die verschiedensten Sektoren fest, die unabhängig vom Prüfverfahren für Auslandsinvestitionen gelten – Verschiedene branchenspezifische Beschränkungen für ausländische Beteiligungen und Eigentum, einschließlich Prüfung von Beteiligungen im Finanzbereich durch die Reserve Bank of India – Obergrenzen für Investitionen durch institutionelle Investoren

Japan	
Verfahren	– Überprüfung ausländischer Investitionen
Rechtsgrundlage	– 1991 Novellierung des Foreign Exchange and Foreign Trade Act von 1949
Ziele	– Nationale Sicherheit – Öffentliche Ordnung – Öffentliche Sicherheit – Wirtschaftliche Interessen
Indikation	– Bedrohung der nationalen Sicherheit, öffentlichen Ordnung, öffentlichen Sicherheit oder der Wirtschaft – Spezifische, nicht veröffentlichte Kriterien für die Feststellung, wann eine Investition eine deutliche Bedrohung darstellt
Schwellenwerte	– Beteiligung von 10% an einem börsennotierten Unternehmen – Jede Beteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen – Errichtung von Niederlassung, Fertigungsstätte, Büros – Veränderung von Unternehmenszielen bei Firmen mit einem Auslandsbesitz von über 33% – Bestimmte Kredite an einheimische Unternehmen
Meldevorschriften	– Verbindlich <i>ex ante</i> für Transaktionen in sensiblen Branchen, für Länder ohne gegenseitiges Investitionsabkommen, für Kapitaltransaktionen, die die Zustimmung des Finanzministeriums erfordern, für zivil und militärisch genutzte Güter und Güter zur Unterhaltung der Rüstungsindustrie – Verbindlich <i>post-factum</i> für nicht sensible Branchen innerhalb von 15T nach der Transaktion
Prüforgan	– Finanzministerium
Branchenfokus	– Nationale Sicherheit (Flugzeuge, Waffen, Atomkraft, Raumfahrzeuge und Schießpulver) – Öffentliche Ordnung (Strom, Gas, Wärmeversorgung, Kommunikation, Rundfunk, Wasser, Schienennetz, Personenbeförderung), öffentliche Sicherheit (Biochemikalien, Wachdienste) – Reibungslose wirtschaftliche Abläufe (Primärindustrie in Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Fischerei, Erdöl, Leder und Herstellung von Lederwaren, Luft- und Seeverkehr)
Dokumentation	– Prozentsatz der Anteile, die erworben werden – Businessplan des investierenden Unternehmens und Grund der Transaktion – Informationen über das Ausmaß der Kontrolle des ausländischen Unternehmens, wie Anzahl der ausländischen Vorstandsmitglieder und Ruf des Unternehmens
Dauer	– 30T – Max. 120T Verlängerung
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Branchenspezifische Beschränkungen für ausländische Beteiligungen und Management, z. B. bei Rundfunk, Telekommunikation, Tabak

Niederlande	
Verfahren	– Kein Prüfverfahren
Rechtsgrundlage	– 2006 Gesetz zur Finanzdienstleistungsaufsicht (Wet op het financieel toezicht)
Ziele	– Wettbewerb – Finanzmarktaufsicht
Indikation	– Nicht zutreffend
Schwellenwerte	– Nicht zutreffend
Meldevorschriften	– Nicht zutreffend
Prüforgan	– Nicht zutreffend
Branchenfokus	– Nicht zutreffend
Dokumentation	– Nicht zutreffend
Dauer	– Nicht zutreffend
Rechtsmittel	– Nicht zutreffend
Mögliche Entscheidungen	– Nicht zutreffend
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Verbindliche kartellrechtliche Überprüfung inländischer und ausländischer Investitionen – Branchenspezifische Regeln an den Finanzmärkten berechtigen die niederländische Zentralbank, Transaktionen aus Gründen der finanziellen Stabilität zu untersagen – Bestimmte Sektoren, die im Staatsbesitz und unter staatlicher Kontrolle und daher für ausländische Investitionen nicht zugänglich sind, einschließlich Strom- und Wasserversorgungsnetze, Eisenbahnpersonenbeförderung, nationale Flughäfen, Zentralbankaufgaben, bestimmte Post- und Transportdienstleistungen

Russland	
Verfahren	– Prüfverfahren nach dem „Gesetz über ausländische strategische Investitionen (FSIL)“
Rechtsgrundlage	– Föderales Gesetz „Über das Verfahren bei ausländischen Investitionen in Kapitalgesellschaften, die eine strategische Bedeutung für die Gewährleistung der Landesverteidigung und der Staatssicherheit haben“, Nr. 57-FZ, in Kraft getreten am 7. Mai 2008
Ziele	– Nationale Verteidigung – Staatssicherheit
Indikation	– Nationale Verteidigung – Staatssicherheit
Schwellenwerte	– Übernahme der Kontrolle (Anteil >50%), einschließlich Ernennung von >50% der Vorstandsmitglieder, in einem als strategisch eingestuften Unternehmen – Übernahme von leitenden Unternehmensaufgaben oder jede andere Transaktion, die zur Kontrollübernahme bei einem als strategisch eingestuften Unternehmen führt – Erwerb durch einen ausländischen Staat, eine internationale Organisation oder eine durch sie kontrollierte Organisation von >25 Prozent oder andere Sperrmöglichkeiten in einem als strategisch eingestuften Unternehmen – Verbot des Erwerbs der Kontrolle über ein als strategisch eingestuftes Unternehmen durch ausländische Staaten, internationale Organisationen oder Organisationen unter deren Kontrolle – Zusätzliche Investitionsbeschränkungen in Unternehmen, die in den Bereichen geologische Beobachtung oder Exploration und Erschließung von Unterbodenschichten von föderaler Bedeutung operieren
Meldevorschriften	– Verbindlich bei Investitionen, die zu einer Unternehmensbeteiligung in einem strategischen Sektor von 5% oder mehr führen
Prüforgan	– Föderaler Antimonopoldienst (FAS) – Abschließende Entscheidung durch eine Regierungskommission unter Vorsitz des Premierministers
Branchenfokus	– Das FSIL stuft 42 Sektoren als strategisch bedeutsam für die Gewährleistung der Landesverteidigung und Staatssicherheit ein, die in acht Gruppen unterteilt sind: (1) Nukleare Materialien, Elemente, Abfall, (2) Ausrüstung für Verschlüsselungs- und Kryptosysteme, (3) Waffen sowie Militärausrüstung und Wehrtechnik, (4) Luft- und Raumfahrt, (5) Fernsehen, Rundfunk, Printmassenmedien, (6) vom Föderalen Antimonopoldienst als solche bezeichnete natürliche Monopole, (7) Telekommunikation (8) Geologische Beobachtung sowie Exploration und Erschließung von unterirdischen Gebieten von föderaler Bedeutung
Dokumentation	– Detaillierte Dokumentation wie im FSIL-Gesetz spezifiziert
Dauer	– 14T Beurteilung durch den Antimonopoldienst, ob ein Prüfverfahren eingeleitet wird – 30T Einschätzung der Transaktion durch den Antimonopoldienst – 30T Überprüfung durch die Regierungskommission – Option einer 180T Verlängerung bei un spezifizierten Fällen – Keine zeitlichen Angaben für Überprüfung aufgrund von Bedenken wegen der Gefährdung der Landessicherheit
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Ausländische Investitionen in russische Unternehmen unterliegen zusätzlichen Regeln und Beschränkungen gemäß folgender Gesetze: Gesetz über Unterbodenschichten, Gesetz über den Festlandssockel, Gesetz über Kapitalgesellschaften, Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Gesetz über ausländische Investitionen, Antimonopol-Gesetz, Kommunikations-Gesetz

Vereinigte Arabische Emirate	
Verfahren	– Kein Prüfverfahren
Rechtsgrundlage	– 1981 Handelsvertretungsgesetz – 1984 Aktiengesetz
Ziele	– Nicht zutreffend
Indikation	– Nicht zutreffend
Schwellenwerte	– Nicht zutreffend
Meldevorschriften	– Nicht zutreffend
Prüforgan	– Nicht zutreffend
Branchenfokus	– Nicht zutreffend
Dokumentation	– Nicht zutreffend
Dauer	– Nicht zutreffend
Rechtsmittel	– Nicht zutreffend
Mögliche Entscheidungen	– Nicht zutreffend
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Grenze für ausländische Beteiligung an einer UAE-Kapitalgesellschaft bei 49%, wie im Aktiengesetz von 1984 festgelegt – Ausländische Unternehmen können nur über einen örtlichen Handelsvertreter Güter in die VAE, wie im Handelsvertretungsgesetz von 1981 festgelegt, importieren – Beschränkungen durch Gesetze über das öffentliche Beschaffungswesen, einschließlich des Government Tenders Law – Beteiligungsbeschränkung auf 51% bei allen Industrieprojekten, zusätzliche Staatsbürgerschaftsregeln für Vorstand – Verschiedene Beschränkungen hinsichtlich Grundbesitz – Verschiedene branchenspezifische Beschränkungen, besonders Beschränkung ausländischer Beteiligung an Unternehmen der Erdöl- und Erdgasbranche auf 40% sowie in Branchen wie Telekommunikation, Versicherungen, Reisedienstleistungen – Bevorzugte Behandlung von Investoren aus Mitgliedstaaten des Golf-Kooperationsrates (GCC) – Daneben bestehen strenge, nicht kodifizierte informelle Beschränkungen bei ausländischen Investitionen in sensiblen Industriebereichen einschließlich Energie, Verteidigung, Wasser, Stromerzeugung, zum Schutz nationaler Sicherheitsinteressen und wirtschaftlicher, arbeitsmarktbezogener und geschäftlicher Interessen

Großbritannien

Verfahren	– Kein formales Prüfverfahren
Rechtsgrundlage	– 2002 Enterprise Act
Ziele	– Öffentliches Interesse
Indikation	– Öffentliches Interesse – Nationale Interessen – Kontrolle von als geheim oder sensibel eingestuftem Technologien
Schwellenwerte	– Keine Schwellenwerte
Meldevorschriften	– Meldevorschriften des Amtes für fairen Handel und Wettbewerbskommission
Prüforgan	– Wirtschaftsminister (Secretary of State for the Department of Business, Enterprise and Regulatory Reform (DBERR)) interveniert im öffentlichen Interesse – Amt für fairen Handel (Office of Fair Trading) prüft und legt Empfehlungen vor – Wettbewerbsausschuss prüft und legt Empfehlungen vor
Branchenfokus	– Minister kann Intervention im öffentlichen Interesse vorlegen und bei jeder Investitionstransaktion eingreifen, auch wenn nur britische Parteien beteiligt sind, wenn er diese als schädlich für die öffentlichen Interessen einstuft
Dokumentation	– Von Fall zu Fall festzulegen
Dauer	– 120T nachdem vom Wettbewerbsausschuss eine Referenz vorgelegt wurde
Rechtsmittel	– Ja
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Staatliche „Goldene Aktie“ und Beschränkung ausländischer Beteiligungen an British Aerospace PLC und Rolls Royce PLC auf 29,5%. – Ausländische Unternehmen erhalten keine militärischen Beschaffungsverträge – Nur inländische Unternehmen an als geheim eingestuften Aufträgen beteiligt – Vetorecht gegen Veräußerung von Aktiva bestimmter Unternehmen – Beschränkungen ausländischer Beteiligungen in bestimmten Sektoren. Im Rahmen des OECD-Kodex zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs behält sich das Vereinigte Königreich das Recht vor, ausländische Beteiligungen im Luftverkehr, Rundfunk, Schifffahrt zu beschränken – Beschränkungen des OECD Instruments für Gleichbehandlung (NTI) bei Luftfahrt, Seetransport, staatlichen Rüstungsaufträgen

Vereinigte Staaten von Amerika

Verfahren	– CFIUS-Prüfung
Rechtsgrundlage	– Exon-Florio Amendment des Defense Production Act von 1950 – 2007 Foreign Investment and National Security Act (FISIA)
Ziele	– Nationale Sicherheit
Indikation	– Mögliche nationale sicherheitsrelevante Auswirkungen auf kritische Infrastruktur, einschließlich wichtiger Energieversorger – Mögliche sicherheitsrelevante Auswirkungen auf kritische Technologien – Ob es sich bei der Transaktion um eine von einer ausländischen Regierung gesteuerten Transaktion handelt – Prüfung der aktuellen Einschätzung der (1) Einhaltung von Sperrverträgen im Land des Investors, (2) des Verhältnisses des investierenden Landes zu den Vereinigten Staaten, besonders seiner Kooperationsbereitschaft im Kampf gegen den Terrorismus, (3) der Möglichkeit der Verbreitung von Technologien mit militärischer Anwendung einschließlich einer Analyse nationaler Gesetze und Vorschriften zu Exportkontrollen – Langfristige Prognose des US-Bedarfs an Energiequellen und anderen kritischen Ressourcen und Stoffen – Mögliche Auswirkungen der Transaktion auf den Verkauf von militärischen Gütern, Ausrüstung oder Technologie an ein Land, das nach Einschätzung des Verteidigungsministers eine potenzielle regionale militärische Bedrohung der Interessen der Vereinigten Staaten darstellt
Schwellenwerte	– Keine Schwellenwerte – Erweiterte Prüfung durch CFIUS wird eingeleitet, wenn (1) die federführende Behörde, die Abmilderungsvereinbarungen und andere Anordnungen aushandelt und die Einhaltung der Abmilderungsvereinbarungen überwacht, eine erweiterte Prüfung empfiehlt und CFIUS zustimmt oder (2) wenn eine Überprüfung zu der Feststellung führt, dass (a) die Transaktion die nationale Sicherheit bedroht und die Bedrohung nicht abgemildert wurde, (b) die Transaktion eine von einer ausländischen Regierung gesteuerte Transaktion ist oder (c) die Transaktion zur Kontrolle kritischer Infrastruktur führen würde, CFIUS feststellt, dass die Transaktion die nationale Sicherheit gefährden könnte und die Gefährdung nicht abgemildert wurde
Meldevorschriften	– Freiwillig
Prüforgan	– Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) prüft und legt dem Präsidenten eine Empfehlung vor. CFIUS setzt sich zusammen aus dem Finanzministerium (Vorsitz mit anderem Ministerium als federführende Behörde auf einer Einzelfallbasis), Ministerium für innere Sicherheit, Verteidigungs-, Außen-, Justiz-, Energie- sowie - ohne Stimmrecht - Arbeitsministerium und dem Direktor Nationale Nachrichtendienste – Der Präsident trifft die endgültige Entscheidung
Branchenfokus	– Offiziell keine Bereiche spezifiziert
Dokumentation	– Von Fall zu Fall festzulegen
Dauer	– 30T Überprüfung – 45T erweiterte Prüfung – 15T Prüfung durch Präsidenten
Rechtsmittel	– Nein
Mögliche Entscheidungen	– Genehmigung – Bedingte Genehmigung – Ablehnung
Sonstige Rechtsgrundlagen	– Keine

Deutsche Elektroindustrie
Nr. 447 23. Juni 2009

Wissensintensive Unternehmensdienste liegen im Trend
Dienstleistungen im Strukturwandel
Nr. 446 14. Mai 2009

Aus Erfahrung schlecht – die Rückkehr des Protektionismus
Nr. 445 6. Mai 2009

Diabetes – der Preis für zunehmenden Wohlstand
Nr. 444 4. Mai 2009

Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken?
Nr. 443 30. April 2009

Deutsche Pflegeversicherung vor massiven Herausforderungen
Nr. 442 30. März 2009

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2009. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg