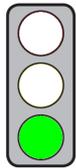


## KERNPUNKTE

**Ziel der Mitteilung:** Die EU-Kommission propagiert einen Verhaltenskodex für Staatsfonds, der Anforderungen an deren Verwaltung und Transparenz enthält.

**Betroffene:** Unmittelbar die Staatsfonds; mittelbar sämtliche Unternehmen, an denen sich Staatsfonds beteiligen können.



**Pro:** (1) Die Kommission setzt sich für ein offenes Investitionsklima ein und spricht sich gegen protektionistische Maßnahmen auf den europäischen Kapitalmärkten aus.  
(2) Die Kommission stellt Anforderungen an die Staatsfonds, die als Beitrag zur Stabilität der Finanzmärkte vertretbar sind.

**Contra:** –

**Änderungsbedarf:** –

## INHALT

### Titel

**Mitteilung KOM(2008) 115** vom 27. Februar 2008: Ein gemeinsames europäisches **Vorgehen gegenüber Staatsfonds**

### Kurzdarstellung

#### ► Definition und Hintergrund

- Staatsfonds sind Instrumente zur Anlage von staatlichen Finanzmitteln. Diese Fonds investieren in unterschiedliche in- oder ausländische Finanzwerte wie Staatsanleihen, Aktien und Immobilien.
- Staatsfonds werden in der Regel aus staatlichen Öl- und Erdgaslöhnen oder überschüssigen nationalen Währungsreserven gespeist.
- Die EU-Kommission rechnet mit einem starken Wachstum der Staatsfonds. Momentan unterhalten mehr als 30 Länder Staatsfonds, welche insgesamt 1,5 bis 2,5 Billionen US-Dollar verwalten. Dies entspricht ungefähr der Summe sämtlicher Mittel von privaten Hedge- und Beteiligungsfonds und ungefähr einem Siebtel des Vermögens aller privaten Investmentfonds weltweit. Die Vereinigten Arabischen Emirate, Norwegen, Russland, Saudi-Arabien, Kuwait, China und Singapur stellen derzeit die größten Staatsfonds.
- Wie für private Investoren gilt auch für Staatsfonds in der EU der Grundsatz des freien Kapitalverkehrs (Art. 56 EGV).

#### ► Vorteile der Tätigkeit von Staatsfonds

- Staatsfonds stellen Kapital für Investitionen zur Verfügung, wovon auch die europäische Wirtschaft profitiert. Die Kommission erkennt die „meistenteils längerfristige Anlagestrategie“ der Staatsfonds an und betont, dass die Staatsfonds in der jüngsten „Subprime“-Krise durch die Bereitstellung von Liquidität die Stabilität und das Vertrauen auf den Finanzmärkten gestärkt haben.
- Die Kommission begrüßt, dass Investitionen von Staatsfonds in Euro-Anlagen die Rolle der Gemeinschaftswährung stärken. Eine „unwillkommene“ Aufwertung des Euro durch plötzliche Änderungen der Anlagestrategien der Staatsfonds gilt es laut Kommission jedoch zu vermeiden.

#### ► Probleme der Tätigkeit von Staatsfonds

- Die Kommission befürchtet, dass einige Staaten ihre Wechselkurspolitik dazu nutzen, das Vermögen ihrer Staatsfonds zu vergrößern. Die künstlich unterbewerteten Währungen dieser Staaten führen laut Kommission zu globalen Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen und folglich zu einer Anhäufung von Währungsreserven durch diese Länder.
- Die Kommission gibt die „latente Befürchtung“ wieder, dass Investitionen von Staatsfonds „für andere Zwecke als zur Gewinnmaximierung genutzt werden könnten“. Politische Einflussnahme auf die Investitionen könnte dazu führen, dass sich Staatsfonds zielgerichtet „Technologie oder Know-how aneignen, das den strategischen Interessen des Landes nützt“. Auch Mehrheitsbeteiligungen an europäischen Unternehmen in strategischen Branchen könnten angestrebt werden.

#### ► Grundsätze für den Umgang mit Staatsfonds

- Die Kommission lehnt die Einführung von Sonderrechten für Mitgliedstaaten in Form „goldener Aktien“ zum Schutz heimischer Unternehmen genauso ab wie die Einrichtung eines EU-Ausschusses für Auslandsinvestitionen nach US-Vorbild. Die Kommission will so den Eindruck vermeiden, dass die EU ihre Märkte für Investoren abschottet.

- Stattdessen will die Kommission in internationalen Verhandlungen einen Verhaltenskodex für Staatsfonds fördern, der allerdings freiwillig bleiben soll.
- Die EU soll sich dabei von folgenden fünf Grundsätzen leiten lassen:
  - Es bedarf eines offenen Investitionsklimas, protektionistische Maßnahmen sind unerwünscht.
  - Die multilateralen Verhandlungen im internationalen Währungsfonds (IWF) und in der Organisation zur wirtschaftlichen Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) werden unterstützt.
  - Die EU sollte grundsätzlich keine neuen Instrumente entwickeln, um Risiken aus Investitionen von Staatsfonds zu begegnen.
  - Die EU und die Mitgliedstaaten sollten bestehende Verpflichtungen aus dem EG-Vertrag und internationalen Verträgen einhalten.
  - Schutzmaßnahmen gegenüber Investitionen aus Gründen des öffentlichen Interesses müssen verhältnismäßig sein. Der Rechtsrahmen muss berechenbar und transparent sein.
- ▶ **Anforderungen an Verwaltung und Transparenz von Staatsfonds**
  - Die Kommission stellt – in Anlehnung an bestehende Verhaltensregeln der OECD und des IWF zum Verhalten von Staatsunternehmen und zum Umgang mit den Währungsreserven – Grundsätze „einer korrekten Fondsverwaltung“ auf. Dazu gehören:
    - Offenlegung der allgemeinen Grundsätze, die die Beziehungen zwischen Fonds und Staat regeln;
    - Entwicklung und Veröffentlichung einer Anlagepolitik, in der die Ziele der Anlagestätigkeit der Staatsfonds definiert werden;
    - unternehmerische Unabhängigkeit der Fonds bei der Verwirklichung dieser Ziele;
    - Offenlegung der Kompetenzverteilung innerhalb der Organisationen, die Staatsfonds verwalten;
    - Offenlegung der allgemeinen Grundsätze der internen Entscheidungsabläufe, mit denen die Integrität der Geschäftspolitik garantiert wird;
    - Entwicklung und Veröffentlichung von Risikomanagement-Strategien.
  - Die Kommission stellt außerdem Anforderungen an die Transparenz des Anlageverhaltens von Staatsfonds. Zu diesen Anforderungen gehören u. a.:
    - jährliche Offenlegung der getätigten Anlagen, insbesondere solcher, die zu einer Mehrheitsbeteiligung an einem Unternehmen geführt haben;
    - Transparenz über die Ausübung von Anteilseignerrechten;
    - Offenlegung des Ausmaßes, in dem sich Staatsfonds über Dritte finanzieren, sowie der Zusammensetzung ihrer Anlageportfolios nach Währungen;
    - Informationen über Umfang und Herkunft der Gelder, über die der Fonds verfügt;
    - Offenlegung der Vorschriften und Aufsichtsregeln, denen der Fonds im Herkunftsland unterliegt.

### Änderung zum Status quo

Einen Verhaltenskodex für Staatsfonds gibt es bisher nicht.

### Subsidiarität und dargelegter Bedarf für EU-Handeln

Die EU-Kommission sieht aus drei Gründen Bedarf für EU-Handeln. Erstens sind EU-weite Lösungen besser als einzelstaatliche Lösungen dazu geeignet, gleiche Rahmenbedingungen für Investitionsentscheidungen von Staatsfonds zu schaffen. Daher fordert die Kommission ein gemeinsames Vorgehen der EU-Staaten, um die Verhandlungsposition der EU bei internationalen Verhandlungen zu stärken. Zweitens fürchtet die Kommission, dass unkoordinierte nationale Maßnahmen den EU-Binnenmarkt schädigen. Solche Maßnahmen könnten nicht nur Staatsfonds, sondern auch andere potenzielle Investoren abschrecken. Drittens will die Kommission nicht den Eindruck erwecken, dass die EU Schranken für den Kapitalverkehr errichtet. Dies würde auch für Investoren aus der EU den Zugang zu Märkten in Drittländern erschweren.

### Positionen der EU-Organe

**Europäische Kommission**

Siehe inhaltliche Darstellung.

**Ausschuss der Regionen**

Offen.

**Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss**

Offen.

**Europäisches Parlament**

Offen.

**Rat – „Wirtschaft und Finanzen“**

Der Rat hat sich am 4. März 2008 erstmals mit der Mitteilung befasst und dabei die positive Rolle der Staatsfonds hervorgehoben. Angesichts der wachsenden Rolle der Staatsfonds muss jedoch eine Lösung für „gewisse Fragen der Transparenz“ gefunden werden, um auch in Zukunft den freien Kapitalverkehr zu ermöglichen. Der Rat gibt einer internationalen Vereinbarung über den Umgang mit Staatsfonds gegenüber einer

europäischen Lösung den Vorzug. Eine solche internationale Lösung soll sicherstellen, dass die Investitionsentscheidungen der Fonds frei von politischer Einflussnahme sind.

### Politischer Kontext

Die Finanzminister der G7 haben im Oktober 2007 den IWF und die OECD aufgefordert, die Rolle der Staatsfonds zu untersuchen und Regeln für ihre Tätigkeit auszuarbeiten. Der IWF erstellt zurzeit einen Verhaltenskodex für Staatsfonds und wird dabei von einigen Fondseignern unterstützt.

In seiner Tagung vom 13./14. März 2008 hat der Europäische Rat das Ziel unterstützt, einen Verhaltenskodex auf internationaler Ebene zu vereinbaren.

### Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:  
Konsultationsverfahren:

Generalsekretariat  
Ein Konsultationsverfahren ist nicht vorgesehen.

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

#### Ordnungspolitische Beurteilung

Die ordnungspolitische Aufgabe des EU-Gesetzgebers ist es, den Rechtsrahmen so zu gestalten, dass privaten wie öffentlichen Investoren – auch solchen aus Nicht-EU-Staaten – eine größtmögliche Kapitalverkehrsfreiheit gewährt wird. **Sonderregeln, die Staatsfonds** unabhängig von der Art ihres finanziellen Engagements **Einschränkungen unterwerfen, bedürfen einer überzeugenden Begründung.**

Eine solche **Begründung lässt sich nicht pauschal auf die These stützen, dass Staatsfonds** – anders als private Investoren – auf finanzielle Ressourcen zurückgreifen könnten, die **keinerlei Marktdisziplin unterlägen.** Zwar stammen die Mittel vieler Staatsfonds aus Erlösen auf Märkten, die – auch wenn die Höhe der Einnahmen von der konjunkturellen Lage abhängig ist – von mächtigen Kartellen geprägt sind (insbesondere Öl und Gas). In anderen Fällen sind die Mittel der Staatsfonds jedoch das Ergebnis von Leistungsbilanzüberschüssen, die tatsächliche Handelsströme widerspiegeln. Zwar können exportorientierte Staaten – wie z.B. China – durch die aktive Steuerung ihrer Währung ihre Leistungsbilanz beeinflussen, insbesondere Exportüberschüsse erzielen. Solche Exportüberschüsse erzeugen aber einen langfristig nicht ignorierbaren Aufwertungsdruck auf die Währung sowie einen Anstieg der inländischen Inflation. Es findet also eine Marktdisziplinierung statt, die verhindert, dass die beschriebene Wechselkurspolitik unbegrenzt fortgesetzt werden kann.

**Wichtiger ist die Tatsache, dass die Volumina der Staatsfonds allmählich eine kritische Größe erreichen, die für die Stabilität des gesamten Finanzsystems relevant ist.**

Auch ungewollt können Staatsfonds durch ihr Verhalten Kettenreaktionen verursachen, die zu großen Verwerfungen auf den Finanzmärkten führen können. Gleichwohl ist es wichtig, die Größe der Staatsfonds im richtigen Kontext zu betrachten: Zwar übersteigt das Finanzvolumen aller Staatsfonds heute das aller privaten Hedgefonds und Beteiligungsfonds; aber es beläuft sich nur auf 1,5% des Volumens aller handelbaren Wertpapiere weltweit.

Sonderregeln für Staatsfonds werden schließlich häufig unter Hinweis auf politische Motive dieser Fonds gerechtfertigt. **Die These**, wonach bestimmte Länder ihre Staatsfonds als Instrument **der politischen Einflussnahme** nutzen, **kann zwar bisher nicht belegt** werden. Die Staatsfonds verhalten sich bisher wie konservative Anleger und sind in ihrer langfristig orientierten Anlagestrategie mit Pensionsfonds vergleichbar. Dass es zu einem strategischen Einsatz von Staatsfonds für politische Zwecke kommt, kann **aber für die Zukunft auch nicht sicher ausgeschlossen werden.**

**Insgesamt reichen die genannten Gründe für Sonderregeln gegenüber Staatsfonds nicht aus.** Sie **rechtfertigen aber den** von der Kommission **angestrebten freiwilligen Verhaltenskodex** mit seinen Anforderungen an die Transparenz. Dabei liegt diese Transparenz durchaus auch im Interesse der Staatsfonds selbst. Denn durch Einhaltung des Verhaltenskodexes können sie unbegründete Befürchtungen, dass ihre Investitionen politischer Natur seien, entschärfen.

**In Ausnahmefällen** mögen Staatsfonds den Erwerb von Beteiligungen an europäischen Unternehmen nicht aus wirtschaftlichen, sondern aus (macht-)politischen Gründen anstreben, **insbesondere in „strategischen Sektoren“** wie der Militärindustrie. Dies kann im konkreten Einzelfall **Einschränkungen des freien Kapitalverkehrs** rechtfertigen, wenn die Abhängigkeit vom Ausland aus politischen Gründen unerwünscht ist. Aus diesem Grund **erlaubt** Art. 58 Abs. 1 lit. b des EG-Vertrages den Mitgliedstaaten, den Kapitalverkehr durch Regelungen zum Schutz der öffentlichen Sicherheit und Ordnung einzuschränken.

**Allerdings gibt es keine belastbaren Kriterien zur Unterscheidung „kritischer“ und „unkritischer“ Investitionen** von Staatsfonds. **Daher besteht die Gefahr, dass die genannte Ermächtigung** von den Mitgliedstaaten **für protektionistische Zwecke missbraucht wird.** Auch vor diesem Hintergrund ist der von der Kommission propagierte Verhaltenskodex zu begrüßen: Er kann das Vertrauen auf eine lediglich ökonomisch motivierte Anlagestrategie von Staatsfonds erhöhen und dazu beitragen, dass die Mitgliedstaaten von ihrer Kompetenz zur Einschränkung des Kapitalverkehrs keinen unangemessen weit reichenden Gebrauch machen.

### Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Ein offenes Investitionsklima unterstützt die Effizienz der Kapitalmärkte. Bei freiem Kapitalverkehr kann das Kapital dorthin fließen, wo es den größten Nutzen erbringt.

**Der vorgesehene Verhaltenskodex für Staatsfonds kann die politischen Voraussetzungen dafür verbessern, dass es bei einem offenen Investitionsklima bleibt.** Denn in dem Ausmaß, in dem Staatsfonds den Verhaltenskodex befolgen, verringert sich die bestehende – wenn auch bisher unbegründete – Sorge vor machtpolitischem Anlageverhalten und damit die Gefahr einer protektionistisch motivierten Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit.

### Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Eine wirtschaftlich motivierte **Investitionstätigkeit von Staatsfonds**, die Ziel des von der Kommission angestrebten Verhaltenskodexes ist, wirkt sich in der Tendenz positiv auf Wachstum und Beschäftigung aus. Denn durch Beteiligungen oder durch den Ankauf von Unternehmensanleihen stellen Staatsfonds Unternehmen Kapital für Investitionen zur Verfügung. Zusätzliches Anlagekapital **stärkt das Wachstumspotential der EU**.

Auch haben Staatsfonds durch die von ihnen zur Verfügung gestellte Liquidität die Kosten der jüngsten Finanzkrise abgedeckt. Vorteile für europäische Unternehmen, Verbraucher und Arbeitnehmer aufgrund des erhöhten Wachstumspotentials ergeben sich grundsätzlich sogar dann, wenn die Investitionsfreiheit nur einseitig seitens der EU gewährt wird, also Reziprozität nicht vorliegt. Käme es allerdings zu Investitionen eines Staatsfonds allein zu dem Zweck, europäisches Know-how zu erwerben und zu transferieren, könnten die Wachstums- und Beschäftigungsergebnisse negativ sein.

### Folgen für die Standortqualität Europas

Beschränkungen für Investitionen aus Nicht-EU-Staaten führen dazu, dass vorhandene Standortvorteile der EU nicht voll ausgenutzt werden können. Sofern der **Verhaltenskodex** eine protektionistisch motivierte Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit verhindert, **ermöglicht** er also, **dass bestehende Standortvorteile realisiert werden** können.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Art. 56 EGV erklärt Einschränkungen des freien Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten und Nicht-EU-Staaten grundsätzlich für verboten. Der Einsatz der Kommission für einen unverbindlichen Verhaltenskodex zur Ausgestaltung der Kapitalverkehrsfreiheit ist jedoch von Art. 211 EGV gedeckt, wonach die Kommission auf allen Gebieten des EG-Vertrages Empfehlungen abgeben darf.

### Subsidiarität

Die Subsidiaritätsbegründung der Kommission überzeugt.

### Verhältnismäßigkeit

Da der anvisierte Verhaltenskodex freiwillig sein soll, ist seine Geeignetheit nicht gerichtlich überprüfbar. Verhaltensregeln bieten zwar keine Garantie dafür, dass die Staatsfonds sich ihnen unterwerfen. Gleichwohl kann ein freiwillig einzuhaltender Verhaltenskodex wegen des politischen Schadens, den ein Zuwiderhandeln verursachen würde, Wirkung entfalten.

### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Ein freiwilliger Verhaltenskodex, der unter Führung der EU ausgehandelt würde, wäre mit dem deutschen Recht vereinbar.

Wollte die Bundesregierung weitergehende Maßnahmen ergreifen, wäre dies nach Art. 58 Abs. 1 lit. b EG-Vertrag zulässig. Das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie erarbeitet derzeit einen Gesetzesentwurf zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung. Die Bundesregierung soll danach Auslandsinvestitionen aus Gründen der öffentlichen Ordnung und Sicherheit untersagen können, wenn der Investor 25% oder mehr der Stimmrechte erwerben würde.

## Alternatives Vorgehen

Nicht ersichtlich. Ein weltweit verbindlicher Ordnungsrahmen für die Tätigkeit von Staatsfonds, etwa im Rahmen der WTO, erscheint politisch derzeit kaum durchsetzbar.

## Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Nicht ersichtlich.

## Zusammenfassung der Bewertung

Es ist begrüßenswert, dass die Kommission die Staatsfonds keiner gesonderten Regulierung unterwerfen will. Dafür besteht kein überzeugender Grund. Der angestrebte Verhaltenskodex für Staatsfonds ist der bessere Weg, gerechtfertigte Anforderungen an die Transparenz von Staatsfonds zu stellen und die Kapitalverkehrsfreiheit dennoch zu wahren.