

## Russlands Staatsfonds und die westliche Staatsfondsdebatte

Roland Götz

Die Furcht, ausländische Staatsfonds könnten Patente und Wissen deutscher Firmen abschöpfen oder politisch Einfluss nehmen, hat in der Bundesrepublik eine intensive Diskussion über Regeln zum Schutz von Schlüsselsektoren ausgelöst. Anfang Dezember beschloss die CDU auf ihrem Parteitag einen Vorschlag, Neuerwerbungen solcher Fonds in Deutschland einer schärferen Kontrolle zu unterwerfen. Investitionen, die öffentliche Sicherheit oder strategische Infrastruktur betreffen, soll die Bundesregierung verbieten oder mit Auflagen versehen können, wenn mehr als 25 Prozent der Anteile erworben werden sollen. Ein besonderes Schreckgespenst ist neben den chinesischen der russische Staatsfonds. Die Vorschläge schießen jedoch über das Ziel hinaus. Denn weder lässt sich feststellen, dass Staatsfonds anders als private Fonds investieren, noch ist dies in Zukunft notwendigerweise zu erwarten. So ist auch in Russland für den Staatsfonds eine ausgesprochen konservative Anlagestrategie geplant.

Drei Typen von Staatsfonds (*Sovereign wealth funds*) lassen sich unterscheiden:

1. *Staatliche Stabilisierungsfonds*: Mit ihrer Hilfe sollen in erster Linie die Budgets erdöl- und erdgasexportierender Staaten während eines Erdölpreisverfalls stabilisiert werden. Die Anlagestrategien, die bei diesen Fonds verfolgt werden, sind stark konservativ. Ein Beispiel ist Russlands Stabilisierungsfonds.

2. *Staatliche Investmentfonds*: Sie tätigen risikoreichere Investitionen. Zu ihren Anlageinstrumenten gehören Beteiligungen, Aktien und Anleihen. Bei den Unternehmensbeteiligungen wird eine Beteiligung am Management generell vermie-

den. Ein Beispiel ist die Abu Dhabi Investment Authority.

3. *Staatliche »Private Equity Funds«*: Sie zeigen das aggressivste Anlageverhalten und agieren ähnlich wie private »Equity Funds«. Ein Beispiel ist Singapurs Temasek.

Staatsfonds sind an sich kein Novum. Neu sind aber das rasante Wachstum des Anlagevolumens und die steigende Zahl von Staatsfonds. Insgesamt haben 2007 mehr als 20 Staaten Staatsfonds eingerichtet, deren gesamtes Anlagevolumen die Deutsche Bank Research auf rund drei Billionen Dollar schätzt. Das Volumen der Staatsfonds von acht Ländern beziffert sich 2007 auf jeweils mehr als 100 Mrd. US-Dollar (siehe die folgende Tabelle).

## Tabelle

### Staatsfonds (über 100 Mrd. US-Dollar) Mitte 2007

Land	Name	Mrd. US-\$	Gründung	Finanzquellen
Vereinigte Arabische Emirate	Abu Dhabi Investment Authority	875	1976	Erdöl
Singapur	Government Investment Corporation	330	1981	Andere
	Temasek Holdings	108	1974	Andere
Norwegen	Government Pension Fund Global	340	1990	Erdöl
Saudi-Arabien	Verschiedene	300		Erdöl
China	Chinese Investment Authority	200	2007	Andere
	Central Hujin Investment Corporation	100	2003	Andere
Kuwait	Kuwait Investment Authority	250	1953	Erdöl
Hongkong	Hong Kong Monetary Investment Portfolio	140	1998	Andere
Russland	Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation	132	2004	Erdöl

Quellen: Deutsche Bank Research, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, 10.9.2007, S. 3, <[www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000215270.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000215270.pdf)>; Andrej Vavilov, »Strategičeskie fondy« [Strategische Fonds], in: *Profil*, 29.10.2007, S. 20–29.

Angesichts der vermehrten Rohstoffverkäufe, der steigenden Rohstoffpreise, der Handelsüberschüsse und zunehmenden Währungsstransaktionen legen immer mehr Länder ihre Gewinne anstatt in niedrig verzinslichen Staatsanleihen in rendite-trächtigeren Aktien an. Die angelegten Summen entsprechen etwas mehr als dem Doppelten des Anlagevolumens von Hedgefonds, sind aber im Vergleich zum Anlagevolumen von Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds (zusammen 55 Billionen Dollar, Ende 2005) immer noch vergleichsweise gering. Allerdings wird bis zum Jahr 2020 mit einem Anstieg des von Staatsfonds verwalteten Vermögens auf rund 30 Billionen Dollar gerechnet. Auf den internationalen Finanzmärkten sind schon jetzt zwei Substitutionseffekte zu beobachten: einerseits eine Migration von Kapital weg von Devisenreserven hin zu Staatsfonds und andererseits eine Substitution von Staats- durch Unternehmenstitel.

#### Die westliche Staatsfondsdebatte

Gegen Staatsfonds werden vor allem vier Argumente vorgebracht: Erstens würden sie weniger kommerzielle als vielmehr politische Ziele verfolgen. Zweitens würden private Unternehmen durch solche Fonds nationalisiert. Drittens würden staatliche

Stellen durch Käufe von Anteilen ausländischer Firmen an unternehmensinterne Informationen gelangen, die sie an heimische Firmen weitergeben könnten (»illegaler Technologietransfer«). Viertens seien sie wegen ihres großen und noch ansteigenden Volumens und ihrer intransparenten Anlagestrategien für die internationalen Finanzmärkte potentiell gefährlich. Diese Risiken und Folgewirkungen werden insbesondere bei Staaten wie China oder Russland als brisant angesehen, die als »unfreundlich« oder »autoritär« eingestuft werden. Die Bedenken, die wegen der Intransparenz dieser Fonds bestehen, gelten mit Ausnahme des norwegischen aber auch gegenüber allen anderen Staatsfonds.

Kapitalbeteiligungen an Rüstungsunternehmen werden in den USA, in Japan, in Deutschland, Frankreich und Großbritannien bereits staatlich kontrolliert. Dabei werden nur in geringem Umfang (mit Ausnahme Frankreichs) einschlägige Gesetze angewandt. Statt dessen treffen die Regierungen überwiegend Ad-hoc-Entscheidungen. In Deutschland wurde 2003 (nach dem Einstieg eines US-Investors bei den Howaldtswerken – Deutsche Werft) das Außenwirtschaftsgesetz geändert. Seither sind Unternehmensbeteiligungen von Ausländern an deutschen Rüstungsunternehmen genehmigungspflichtig, wenn es um

die Übernahme von mehr als 25 Prozent der Stimmrechte geht. Gleiches gilt für Beteiligungen an Firmen, die Verschlusssysteme herstellen. Die Genehmigung wird jeweils versagt, wenn »wesentliche Sicherheitsinteressen der Bundesrepublik Deutschland« betroffen sind.

Obwohl aus der Vergangenheit nur sehr wenige Interventionen gegen Staatsfonds belegt sind (die meisten davon in Frankreich), wird neuerdings in verschiedenen Ländern über zusätzliche Beschränkungen des Kapitalverkehrs diskutiert. Außerdem wird Reziprozität gefordert: Nur Staatsfonds aus solchen Ländern sollen im Inland investieren dürfen, in denen Ausländern ebenfalls ein entsprechender Zugang zum Kapitalmarkt gewährt wird.

In den USA wird gefragt, ob nicht Weltbank und Internationaler Währungsfonds (IWF) Regeln für das Verhalten von Staatsfonds aufstellen könnten. Dagegen hält man in Großbritannien wenig von international geltenden Vorschriften, möchte aber auf lange Sicht Reziprozität gewahrt sehen. In Frankreich setzt man weiterhin auf das bereits vorhandene nationale Regelwerk, das keine scharfe Trennung von der französischen Industriepolitik erlaubt. In Italien wiederum wird den Investoren gleich welcher Herkunft mit einer prinzipiell liberalen Politik begegnet.

In Deutschland soll nach einem im Herbst 2007 vom Bundeswirtschaftsministerium ausgearbeiteten Gesetzentwurf und im Sinne des CDU-Parteitagbeschlusses von Anfang Dezember 2007 die Beteiligung von Ausländern an deutschen Unternehmen nachträglich untersagt werden können, wenn die »öffentliche Ordnung und Sicherheit der Bundesrepublik« als gefährdet erscheinen. Freilich würde durch diese »unbestimmtesten Rechtsbegriffe, die man sich vorstellen kann« (Wernhard Möschel, ehemals Vorsitzender der Monopolkommission, zitiert in der *Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung* am 2.12.2007, S. 33), der Kreis der zu schützenden Unternehmen weit über den Rüstungs- und Kryptobereich hinaus vergrößert. Wie wenig

indes die in Deutschland vorhandenen Befürchtungen gerechtfertigt sind, lässt sich an der beabsichtigten Neugestaltung des russischen Staatsfonds zeigen.

### **Der russische Staatsfonds und seine künftige Struktur**

Der »Stabilisierungsfonds der Russischen Föderation« wurde Anfang 2004 gegründet. In ihn fließen die Zölle auf den Erdöllexport und die Steuer auf die Erdölförderung, solange der Erdölpreis einen festgelegten Schwellenwert (seit 2006: 27 US-Dollar pro barrel Erdöl der Sorte Urals) übersteigt. Nachdem der Fonds 2005 500 Mrd. Rubel (18 Mrd. US-Dollar) überschritten hatte, durfte er zur Rückzahlung von Schulden an den IWF (3 Mrd. US-Dollar), den Pariser Club (15 Mrd. US-Dollar) und die Außenhandelsbank (4 Mrd. US-Dollar) herangezogen werden. Eine Mrd. US-Dollar wurde zudem auf den staatlichen Pensionsfonds übertragen. Da kontinuierlich neue Mittel eingespeist wurden, war der Staatsfonds bis Mitte 2007 trotz dieser Entnahmen auf über 130 Mrd. US-Dollar angeschwollen.

Der russische Stabilisierungsfonds wird ab 2008 zusätzlich durch Besteuerung des Gasexports gespeist und daher in »Erdöl- und Erdgasfonds« umbenannt. Außerdem wird er ab Februar 2008 in einen Reservefonds und einen Nationalen Wohlfahrtsfonds unterteilt. Der Reservefonds wird einen Umfang von zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres haben und 2008 rund 120 Mrd. US-Dollar umfassen. Der überschießende Teil, der sich 2008 auf zwischen 30 und 40 Mrd. US-Dollar beziffern dürfte, fließt in den Nationalen Wohlfahrtsfonds.

Der Reservefonds, dessen Mittel wie beim bisherigen Stabilisierungsfonds risikoarm in ausländischen Staatsobligationen angelegt werden, soll die finanzielle Stabilität des russischen Budgets gewährleisten, falls sie durch einen anhaltenden Tiefstand des Erdölpreises bedroht ist. Er kommt insofern auch nicht als Instrument einer politisch determinierten Anlagestrategie in Frage.

Der Nationale Wohlfahrtsfonds (der künftige eigentliche Investitionsfonds) hat dagegen eine Diversifizierungs- und Renditefunktion. Vorgeschlagen werden Investitionen in den Straßenbau, in Bildung und Forschung, in »nationale Projekte« wie Nanotechnologie oder alternative Energien.

Die größten Bedrohungen für das fiskalische Gleichgewicht in Russland werden voraussichtlich aber nicht durch Erdölpreissenkungen und Währungskrisen entstehen, sondern durch die Notwendigkeit, die jungen Generationen von der Alterssicherung zu entlasten. Daher fordert man in Russland, dass der Nationale Wohlfahrtsfonds vor allem dazu dienen soll, den Übergang von der gegenwärtigen Budgetfinanzierung der Renten zu einem System der Kapitaldeckung finanziell zu erleichtern. Absehbar soll der russische Investitionsfonds also überwiegend für Investitionen im Inland sowie für die Aufstockung des Budgets verwendet werden und nicht für Engagements bei Auslandsfirmen, die Bedenken im Westen rechtfertigen könnten.

In der Frage der Verwendung der Mittel sowohl des Nationalen Wohlfahrtsfonds als auch des Reservefonds stehen sich allerdings zwei Lager gegenüber: ein risikoscheues konservatives – das russische Finanzministerium und die Zentralbank – einerseits und das Lager der Befürworter einer mehr auf Rentabilität setzenden Politik andererseits. Zu letzteren zählt der ehemalige Finanzminister Andrej Vavilov. Er plädiert dafür, zumindest einen Großteil der Mittel des Nationalen Wohlfahrtsfonds in Indexfonds zu investieren, die einen höheren Ertrag versprechen als festverzinsliche Staatsanleihen. Da in beiden Fällen nicht für Investitionen in einzelne Firmen votiert wird, erscheinen westliche Bedenken gegen die russischen Staatsfonds vollends gegenstandslos.

In Russland denkt folglich niemand daran, den Nationalen Wohlfahrtsfonds in erheblichem Umfang für Direktinvestitionen im Ausland einzusetzen. Aufgrund des politischen Gewichts der Zentralbank und des Finanzministeriums ist vielmehr damit

zu rechnen, dass die von diesen Institutionen bevorzugte risikoscheue Investitionspolitik ungeachtet der Neugestaltung des Staatsfonds auch in Zukunft vorherrschen wird.

## Empfehlungen

Direkte Interventionen politischer Instanzen in die Transaktionen ausländischer Staatsfonds sollten nur stattfinden, wenn die nationale Sicherheit nachweislich gefährdet ist, und sie sollten sich an nachvollziehbaren Regeln orientieren, die zum Beispiel EU-weit gelten. Dagegen sollten keine »goldenen Aktien« gehalten und auch keine staatlichen »Abwehrfonds« zum Kauf von Anteilen heimischer Unternehmen gebildet werden. Denn hierdurch würde einem wettbewerbsfeindlichen Staatsinterventionismus Vorschub geleistet. Wettbewerb ist noch immer das beste Entmachtungsinstrument (so Rainer Brüderle, »Freihandel statt Populismus«, in: *ifo Schnelldienst* 17/2007, S. 7). Auf Märkten, in denen Wettbewerb herrscht, können sich nämlich keine Unternehmen halten, die (falls durch Staatsfonds gesteuert) politische Ziele statt Gewinnziele verfolgen.

Ungeachtet dessen sind die Forderungen nach mehr Transparenz in der Investitionspolitik der Staatsfonds berechtigt, die auch Joaquín Almunia erhebt, der EU-Kommissar für wirtschaftliche und monetäre Angelegenheiten. Eine vollständige Transparenz der Anlagestrategien von Staatsfonds wird man jedoch nicht erwarten können, da dies Wettbewerbsnachteile gegenüber den privaten Fonds bedeuten könnte.

Um einem sich im Westen bereits abzeichnenden ausufernden Protektionismus im Kapitalverkehr entgegenzuwirken, könnten Staatsfonds ihrerseits das Management ihrer Finanzen privaten Fondsverwaltern übertragen. Damit würde nicht nur eine stärkere Renditeorientierung erreicht, als sie von staatlichen Verwaltungsbehörden zu erwarten ist, auch der Verdacht der politischen Steuerung ließe sich auf diese Weise entkräften.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2007  
Alle Rechte vorbehalten

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364