

Schutz vor globalen Finanzinvestoren ?

Messlatten für eine „Gestaltung der Globalisierung“.

Hans-Hermann Hartwich



Hans-Hermann
Hartwich

„Mehr Schutz für deutsche Firmen“ fordert „die Wirtschaft“ (SZ v. 16.7.07). Denn sie „fürchtet Übernahmen durch mächtige Fonds aus dem Ausland“ und fordert deshalb ein Einschreiten des Staates. Der Hilferuf überrascht. War da nicht die viel beschworene Notwendigkeit, den globalen Kapitalbewegungen freie Bahn zu geben oder zu lassen, damit allerorts Finanzinvestoren zusammen mit den Banken für bestmögliche Finanzierungen von Investitionen sorgen könnten?

1. Freiheit der Märkte?

Als britische und amerikanische Kapitalfonds mittelständische Firmen übernahmen und deren Eigenkapital herauslösten (Beispiel Grohe, vgl. GWP 3/2005, S. 261-267) oder die deutsche Börse durch rasch zusammengekaufte Aktien gezwungen wurde, vom Kauf der Londoner Börse abzulassen, da empörten sich nur einige Politiker und vielleicht „linke“ Kritiker über das „Heuschrecken“-verhalten der ausländischen Kapitalfonds. Aber grundsätzlich galt, dass „die Freiheit der Märkte“ nicht durch staatliche Eingriffe beeinträchtigt werden dürfe. Wie beides zusammengeht,

bewies erneut die FAZ (16.7.07), die präzise über den Umgang der neuen Eigentümer von ProSieben Sat.1, die Finanzinvestoren Permira und KKR, berichtete. Eine von diesen veranlasste Fusion mit der skandinavischen Sendergruppe SBS habe ProSieben Sat.1 3,3 Mrd. € gekostet „alles finanziert mit neuen Krediten und zu zahlen an die eigenen Eigentümer. All dies drückt den ansonsten hochprofitablen Senderverbund auf eine Schuldenlast von mehr als vier Mrd. € hoch.“ Zugleich solle die Rendite von rd. 22% auf 30% steigen. Deswegen müsse der Sender nun sein Programm so drastisch reduzieren, dass ein Vollprogramm wie Sat 1 dabei „ausblute“. Diese Darstellung ist drastisch kritisch (anders etwa die SZ vom gleichen Tag), aber ohne eine förmliche Klage gegen die Praktiken international agierender Finanzinvestoren. Als eine politische Perspektive mag man ansehen, dass die FAZ (17.7.07) von den 14 deutschen Landesmedienanstalten berichtete, diesen seien die Geschäfte der neuen Eigentümer von Pro SiebenSat 1 zu intransparent. Deswegen hätten sie eine Arbeitsgruppe eingerichtet, die sich mit dem zunehmenden Einfluss von Finanzinvestoren auf dem Fernsehmarkt befasst. Man wisse zu wenig darüber, welche Investoren hinter den Fonds

stunden. So würden auch große Fern-sehkabelnetz-Betreiber wie Kabel Deutschland (KDG) und Unity Media von Finanzinvestoren kontrolliert. Möglicherweise stünden dieselben Investoren dahinter. Eine solche vertikale Integration zwischen Inhaltenanbietern und Netzbetreibern wäre medienrechtlich bedenklich.

Das undurchsichtige Vorgehen von Kapitalfonds ist mithin nicht nur ein wirtschaftliches, sondern auch ein zutiefst politisches Problem.

Eine solche Vermutung ist so spektakulär, dass sie eigentlich die Politik auf den Plan rufen müsste. Auf diesem Wege könnten Finanzinvestoren den für die Gesellschaftsordnung lebenswichtigen Journalismus gefährden, der informiert, recherchiert, kritisiert und politische Beteiligung ermöglicht. Das undurchsichtige Vorgehen von Kapitalfonds ist mithin nicht nur ein wirtschaftliches, sondern auch ein zutiefst politisches Problem; es geht um den Erhalt einer demokratischen Öffentlichkeit.

Bislang sollen Regulierungsinstanzen, Medienanstalten und Kommissionen die Aufsicht über derartige Geschäfte führen. Aber was können sie schon ausrichten? „Warum Private-Equity-Gruppen, deren Geldgeber anonym bleiben, ungehinderten Zugang zum Fernsehen bekommen, bleibt das Geheimnis deutscher Medienpolitik“, meinte nicht nur die Süddeutsche Zeitung (19.7.07). „Bisher dachte man, das System lebe von der Transparenz – nun lebt es mit den Ausschlachtern“.

In der Wirtschaft wachsen generell die Sorgen vor Übernahmen durch anonym bleibende Anleger, die mittels der geballten Macht in Form großer Kapitalfonds auf der Suche nach renditeträchtigen Anlagen sind. Das von international agierenden Finanzinvestoren verwaltete Vermögen wird auf 1,6 Billionen Dollar geschätzt. Es ist aber nicht allein die „Größe an sich“. Darüber hinaus verursacht der Umstand, dass auch börsennotierte Unternehmen nicht wissen, wer ihre Aktionäre sind, große Unruhe. Dies begründet die Bedeutung des Themas „Transparenz“. Kapital und Kapitalverflechtungen müssen durchsichtiger ge-

macht werden. Während dies von den Unternehmen selbstverständlich gefordert wird, ja sogar in verstärktem Maße, müssen Hedge-Fonds ihren Anteilsbesitz unter drei Prozent nicht transparent machen. Die Absenkung der Meldepflicht von fünf auf diese drei Prozent wurde schon als Erfolg gewertet.

2. Wie handhabt der Staat heute globale Finanzinvestitionen

Deutschland befindet sich offensichtlich noch immer in einem „Stadium aufmerksamer Beobachtung“ (FAZ), so ein Sprecher des Bundesfinanzministeriums. Der Minister selbst hat „ein ungutes Gefühl“ (SZ). Die Bundeskanzlerin sucht eine EU-Lösung zum Schutz vor Staatsfonds.

Deutschland ist mithin noch weit entfernt davon, das Problem ernsthaft anzupacken. In den USA gibt es seit Ende der achtziger Jahre bereits einen „Ausschuss für ausländische Direktinvestitionen“ (Committee on Foreign Direct Investment in the United States, CFIUS) unter Federführung des Finanzministeriums. Er besteht aus Vertretern verschiedener Behörden. Aufgabe dieses Komitees ist die Prüfung von Fragen, die mit der nationalen Sicherheit zusammenhängen. Es geht also nicht um den Schutz des wirtschaftlichen Wettbewerbs. Unter dieser Maßgabe („nationale Sicherheit“) stehen natürlich vor allem Transaktionen im Zentrum der Prüfung, an denen staatliche ausländische Unternehmen beteiligt sind. Der Ausschuss ist bei seiner Prüfung an zeitliche Fristen gebunden (30 bis 45 Tage). Eine relative kurze Frist (15 Tage) hat dann der Präsident für seine Entscheidung. Dass auch ein solches Gremium bei der komplizierten Frage ausländischer Direktinvestitionen nicht mit Sachgerechtigkeit allein auskommt, zeigte sich jüngst am Beispiel des Versuchs der staatlichen arabischen Gesellschaft

Dubai Ports World, sechs Seehäfen an der amerikanischen Ostküste zu übernehmen. Dieser Versuch scheiterte am politischen Widerstand im Kongress, obwohl das Committee grünes Licht gegeben hatte. Dabei schienen weniger irgendwelche ideologischen oder marktwirtschaftlichen Überzeugungen oder Erwägungen eine Rolle gespielt zu haben als handfeste lokale und nationale Interessen. Als einigendes Dach für die Argumentation gegen diese ausländische Direktinvestition erwies sich die „nationale Sicherheit“. Ähnlich war es, als der Kauf einer kalifornischen Firma durch den chinesischen Ölkonzern CNOOC verhindert wurde.

Die Vorgänge in den USA beweisen auch, wie schwierig es ist, wenigstens die Gewinne der Private-Equity-Firmen höher zu besteuern. Derartige Firmen werden wie private Partnerschaften, also Anwaltskanzleien, besteuert, d.h., die Firma zahlt keine Steuern, wohl aber der einzelne Partner. Da diese Partner ihr Geld in der Regel durch Investitionen verdienen, gilt aber nicht die Regel-Einkommensteuer (bis 35%), sondern die Kapitalzuwachssteuer von 15%. Nach dem Wahlsieg der Demokraten versuchen diese zur Zeit, über den Senat und das Repräsentantenhaus eine andere Besteuerungsform (also etwa die für normale Unternehmen) durchzusetzen. Der Präsident widersetzt sich. Der Widerstand durch die Lobbyisten der Finanzbranche ist enorm.

Ähnliche Entwicklungen bahnen sich in Großbritannien an. Auch dort sind die Kapitalfonds in die Schusslinie geraten, ohne dass bislang steuerliche Vergünstigungen für sie gesetzlich abgebaut werden konnten. Auch wird in diesem europäischen Land der Arbeitsplatzabbau durch die Geschäfte der Finanzinvestoren thematisiert. Die „hässliche Fratze des modernen Kapitalismus“ nannte die Zeitung „Independent“ die Finanzinvestoren.

Ja, und nun gibt es wegen der staatlichen Kapitalfonds auch in Berlin unguete Gefühle. Hier geht es weniger um

steuerliche Belange und Arbeitsplatzabbau als um Transparenz bei den Kapitalbewegungen und um Gefahren für die Finanzmärkte. Wenn man davon ausgehen darf, dass Bundesfinanzminister Steinbrück für Deutschland spricht, dann heißt dies, Deutschland begrüßt nach wie vor die Bedeutung der Fonds als Kapitalgeber und Antreiber der Finanzmärkte. Für problematisch wird angesehen, dass die Geschäfte nicht transparent sind. Steinbrück möchte die Hedge-Fonds zu einer Selbstverpflichtung bewegen, wonach sie zumindest ihr Eigenkapital und ihren Verschuldungsgrad offenlegen werden. Die größten Gefahren werden aber bei den (welt-)wirtschaftlichen Risiken gesehen, nicht bei solchen für Demokratie und Rechtsstaat.

Bei den im Vergleich zu den Hedge-Fonds etwas weniger risikofreudigen „normalen“ Private-Equity-Unternehmen werden zwar auch „Auswüchse“ gesehen. Der Entwurf eines Gesetzes im Finanzministerium sieht deshalb Steuererleichterungen für derartige Fonds nur dann vor, wenn sie sich an jungen, innovativen Firmen beteiligen. Bei einer Beteiligung an einem etablierten Unternehmen soll der Steuerbonus entfallen. Eine geringere Steuerbelastung für Fonds-Manager wie in den USA soll es dagegen nicht geben, weil dann die Steuersätze für Arbeitnehmer höher lägen (Steinbrück). An diesem Entwurf fällt auf, dass die Private-Equity-Fonds genau dort steuerlich begünstigt werden, wo sie sich in ähnlicher Richtung wie die Hedge-Fonds betätigen. Das macht wenig Sinn. Und dass bei der Besteuerung der Manager nicht auch noch amerikanische Verhältnisse eingeführt werden, ist angesichts der berechtigten Kritik am Verhalten der Fonds selbstverständlich und nicht erst eines sozialen Arguments bedürftig.

Steinbrück möchte die Hedge-Fonds zu einer Selbstverpflichtung bewegen, wonach sie zumindest ihr Eigenkapital und ihren Verschuldungsgrad offenlegen werden.

... wie schwierig es ist, wenigstens die Gewinne der Private-Equity-Firmen höher zu besteuern

3. Ein freiwilliger Verhaltenskodex ?

Auch die deutschen Politiker haben sich heute also der Sorgen der Unternehmen und der Vorbehalte in der Öffentlichkeit verstärkt angenommen. Vor allem die deutsche Regierungschefin startete eine Transparenzinitiative und versuchte vergeblich, diese auf dem G-8-Gipfel gegenüber den bremsenden USA und Großbritannien als politisches Leitziel durchzusetzen. Immerhin aber war die Diskussion schon im Vorfeld des Gipfels dadurch breiter geworden, dass die G-8-Finanzminister in einer „Potsdamer Erklärung“ vor Gefahren warnten, weil die Einschätzung der systemischen und operationalen Risiken der Fonds immer schwieriger geworden sei. Der Gipfel selbst empfahl „erhöhte Wachsamkeit“ angesichts des starken Wachstums der Hedge-Fonds-Industrie und der zunehmenden Komplexität der Instrumente.

Der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Franz-Christoph Zeitler, forderte öffentlich dazu auf (FAZ 11.6.07), den Impuls des Gipfels auf drei Feldern weiter zu tragen. Erstens müsse die Widerstandsfähigkeit der traditionellen Marktteilnehmer, der Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungen erhöht werden. Dazu gehörten Verbesserungen im Risikomanagement und der Banken- und Finanzaufsicht. So könne man einen möglichen „Aufprall“ besser abfedern. Zweitens brauche man einen besser organisierten Dialog mit Hedge-Fonds, um auf beiden Seiten die Urteilskraft hinsichtlich systemischer Risiken zu schärfen. Drittens sei ein Eigenbeitrag in Form einer Selbstverpflichtung der Hedge-Fonds-Branche zur Milderung der Risiken notwendig.

Wenn schon keine effektiven Schritte zu einer stärkeren Aufsicht oder mehr Regulierung vor allem der risikoträchtigen Hedge-Fonds politisch durchsetzbar sind, so steigt doch nun von verschiedenen Seiten her der Druck auf die Fonds,

sich einem freiwilligen Verhaltenskodex zu unterwerfen. Die Vorstellungen in bezug auf den Kodex sind allerdings zumeist recht unscharf. Zeitler ist präzise. Ein Verhaltenskodex („Code of Conduct“) müsse Mindeststandards für das Risikomanagement und die Liquiditätshaltung vorsehen. Standards müssten z.B. auch in den Bereichen Bewertung und Anlegerschutz definiert werden. Wichtig seien Standards der Offenlegung gegenüber Investoren und Banken – etwa über den Konzentrationsgrad beim Aktienbesitz. „Transparenz ist dabei weder Selbstzweck noch moralisches Postulat, sondern zentrale Voraussetzung für die Entfaltung von Marktdisziplin“ (Zeitler).

Diese erfreulich klare, wenn auch unpolitische, Beschreibung der Elemente eines wirksamen Verhaltenskodex wird rasch wieder vage, wenn man die Stellungnahme des Hedge-Fonds-Brancheverbandes AIMA betrachtet. Der globale Verband AIMA (Alternative Investment Management Association) lehnt die von Deutschland vorgeschlagene Selbstkontrolle der Branche als nicht konkret genug ab. Sie verschloss sich aber nicht Expertenempfehlungen an die Finanzaufsichtsbehörden zur Verbesserung der indirekten Kontrolle über die Dienstleister der Hedge-Fonds, also letztlich der Investmentbanken.

Die AIMA, die eng mit der Londoner Aufsichtsbehörde ESA und dem britischen Finanzministerium zusammenarbeitet, hat zahlreiche Verbandsrichtlinien für die Branche veröffentlicht. Diese tragen aber nicht mehr dem Umstand Rechnung, dass das Anlagevermögen in Europa von 64 auf 450 Milliarden Dollar gewachsen ist und sich auch die Anlagetechniken erheblich geändert haben. Daran will die AIMA noch arbeiten. Aber ansonsten könne die Branche nicht erkennen, was Deutschland darüber hinaus schaffen wolle.

Der amerikanische Notenbankpräsident sprach sich überdies für einen weit gefassten Regulierungsrahmen und ge-

Ein Verhaltenskodex („Code of Conduct“) müsse Mindeststandards für das Risikomanagement und die Liquiditätshaltung vorsehen.

gen viele detaillierte Einzelvorschriften aus. Cum grano salis heißt dies, dass infolge der Übereinstimmung von Hedge-Fonds-Branche, britischer (Londoner) und amerikanischer Finanzaufsicht vorläufig internationale Grenzen für die in Deutschland diskutierten Gestaltungsformen eines „Verhaltenskodex“ gezogen sind.

Hier stellen sich verschiedene neue Fragen. Könnte ein solcher Kodex auf einzelne Länder beschränkt bleiben, müsste nicht zumindest der europäische Binnenmarkt insgesamt gestaltet werden oder sind nur weltweit geltenden Regeln sinnvoll. Und – vor allem – wie soll dem Auftreten großer staatlicher Fonds begegnet werden?

4. Schutz vor staatlichen Kapitalfonds

Es sind weniger die riesigen privaten Kapitalfonds wie etwa die bekannte amerikanische Beteiligungsgesellschaft Blackstone, die unlängst mit ihrem – für Kapitalbeteiligungsgesellschaften bislang ungewöhnlichen – Börsengang offenbar eine Konsolidierung vornahm, um möglichen Überhitzungen vorzubeugen, sondern es sind vergleichbar große Fonds aus China, Russland und auch dem Nahen Osten, die auch bei Vertretern der Wirtschaft Ängste erzeugen. Es handelt sich zumeist um Staatsfonds, die mehr als 2500 Mrd. Dollar verwalten. So hatte die chinesische Notenbank einen Fonds von 200 Mrd. Dollar aufgelegt, der weltweit investieren will (SZ). Ähnliches wird von Russlands Gasriesen Gazprom berichtet. Die Frage ausländischer staatsnaher Fonds spielte bekanntlich auch bei der Diskussion über Kapitalerhöhungen bei EADS eine Rolle.

Der hessische Ministerpräsident Roland Koch hat sich mit gewohnter Energie der Sache angenommen und meint, man habe in Deutschland doch

nicht Unternehmen wie Telekom und Deutsche Post mühsam privatisiert, um weltwirtschaftlich als „naive Trottel“ dazustehen. In einem Eigenbeitrag (FAZ 28.6.07) untersucht er die neuen weltwirtschaftlichen Herausforderungen und kommt unter anderem zu der Forderung, die die Entscheidungen der Politik im wohlverstandenen nationalen Interesse leiten müsste: Staatsunternehmen und von Staaten gelenkte Fonds dürften nicht die wichtigsten Spieler des Weltmarktes werden. Als besonders betroffen machte er in diesem Zusammenhang Deutschland und Großbritannien aus, obwohl letzteres keine Anzeichen besonderer Sorge zeigt.

In den meisten westlichen Staaten gebe es Vorkehrungen gegen die Übernahme von wichtigen Wirtschaftsbereichen durch ausländische Staatsunternehmen. Vor allem verwies er auf das Beispiel USA. Es sei kein unzulässiger Protektionismus, wenn auch Deutschland verhindere, dass mühsam privatisierte Energieversorgungskonzerne oder die Telekom in die Einflussphäre der russischen oder chinesischen Regierung gerieten. „Wir werden dazu kommen müssen, dass Investitionen mit ausländischer Staatsbeteiligung einer Genehmigung der nationalen Regierung bedürfen.“

Damit läge Deutschland in der Tat auf der Linie vergleichbarer westlicher Industriestaaten. Kochs Begründung für derartige Interventionen sollte allerdings nicht unwidersprochen bleiben. Er meint, dass Marktwirtschaft nach „unserem“ Verständnis nur wirtschaftliche Konkurrenz und eben nicht politische Machtausübung sei. Aus diesem Geist heraus fordert er, deutlich zwischen ausländischen Staatsbeteiligungen und ausländischen Beteiligungen zu unterscheiden. Letztere müssten überall möglich sein. Da sind doch Zweifel angesagt.

Es ist ja richtig, ausländische Staatsbeteiligungen, noch dazu undurchsichtige wie bei den Hedge-Fonds, sind bedenk-

lich. Aber so generell dürfen auch „sonstige“ (?) ausländische Beteiligungen, die undurchsichtig vernetzt sein können, nicht exkulpiert werden. Auch sie sind, siehe oben, ein Problem. Koch erwähnt selbst die Deutsche Börse in Frankfurt, die heute zu über 80% in den Händen internationaler (privater) Anleger sei. Sie entwickle sich wirtschaftlich erfolgreich. Sie bleibe aber eine „unverzichtbare Infrastruktur der deutschen und europäischen Volkswirtschaft“. „Also müssen wir durch das Börsenrecht mehr als bisher sicherstellen, dass nicht ausländische – möglicherweise auch amerikanische – Regelungen gegen den Willen der nationalen Gesetzgeber zum Standard erklärt werden.“ Eben! Also ist der so ausschließliche Bezug auf ausländische „Staats“ fonds nicht ausreichend. Gefahren lauern auch durch unkontrollierte private Großanleger und Finanznetze.

Also ist der so ausschließliche Bezug auf ausländische „Staats“ fonds nicht ausreichend. Gefahren lauern auch durch unkontrollierte private Großanleger und Finanznetze.

Die Bundeskanzlerin gibt sich vorsichtiger und freiheitsorientierter als Koch. Staatliche Eingriffe in Eigentumsrechte, gerade im Finanzsektor, bedürften immer einer besonderen Rechtfertigung. Andererseits dürfe man natürlich nicht naiv sein und müsse im Zweifel mit den Mechanismen im Außenwirtschaftsgesetz reagieren. Aber es sollte jetzt nicht jedes EU-Mitgliedsland ein

eigenes Gesetz machen. Es müsse eine europäische Lösung zum Schutz wichtiger Schlüsselindustrien vor ausländischen Staatsfonds gefunden werden. Das kann dauern. Zugleich schränkte sie auch noch ein: Ein generelles Verbot von Staatsfondsbeteiligungen sollte es nicht geben.

5. Die deutsche Haltung ist schwach und ambivalent

Hier spiegelt sich wider, wie stark die deutsche Haltung zwischen dem Glauben an die Unantastbarkeit wirtschaftlicher Kapitalnutzungsfreiheit als Teil der allgemeinen Freiheit und der Furcht vor der Reaktion mächtiger Betroffener in der deutschen Wirtschaft schwankt. Furcht wird auch erkennbar gegenüber den Risiken aufgeblähter Fonds, die bei einem Crash die Finanzmärkte der Welt mitreißen. Von einer Sorge um die demokratischen Strukturen aufgrund undurchsichtiger Machtstrukturen, die auf einer Kapitalmacht mit entsprechenden Vernetzungen beruht, ist nichts spürbar. Das scheint bislang nur ein Problem kritischer Journalisten zu sein.