

MAXIMILIAN M. PREISSER

# Sovereign Wealth Funds

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
7*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren  
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

7





Maximilian M. Preisser

# Sovereign Wealth Funds

Entwicklung eines umfassenden Konzepts  
für die Regulierung von Staatsfonds

Mohr Siebeck

*Maximilian M. Preisser*, geboren 1984; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School, Hamburg; Auslandsstudium an der New York University; 2012 Promotion und Master of Science in Law and Finance (Oxford); derzeit wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Bucerius Law School, Hamburg.

ISBN 978-3-16-152210-9 / eISBN 978-3-16-158807-5 unveränderte eBook-Ausgabe 2019  
ISSN 2193-7273 (Schriften für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Bucerius Law School, Hamburg, als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Juli 2012 berücksichtigt werden.

Mein Dank gebührt an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, für die laufende Förderung und Betreuung meiner Arbeit sowie hilfreiche Ratschläge und Anregungen. Nur durch seine Ermutigungen, ausgetretene Pfade zu verlassen, konnte die Arbeit in dieser Form entstehen. Dabei ermöglichten anspruchsvolle Doktorandenseminare am Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht eine kritische Prüfung der eigenen Thesen und boten einen hervorragenden Rahmen für das wissenschaftliche Gespräch. Für die überaus schnelle Erstellung und die weiterführenden Anregungen des Zweitgutachtens bin ich Herrn Prof. Dr. *Michael Febling*, LL.M., verbunden.

Den Herausgebern der Schriftenreihe „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“ spreche ich meinen Dank für die freundliche Aufnahme dieser Arbeit aus.

Mein Dank gilt ferner der *Studienstiftung des Deutschen Volkes*, die meine Promotion finanziert und mir so, zusammen mit der *Bucerius Law School*, hervorragende Promotionsbedingungen geboten hat. Für die wesentliche Bezuschussung der Druckkosten bedanke ich mich außerdem bei der *Stiftung „Geld und Währung“*.

Die Arbeit wurde im Oktober 2012 mit dem von der *Berenberg Bank* gestifteten *Christian Wilde*-Preis für herausragende Dissertationen im Bereich des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts ausgezeichnet. Auch dafür bedanke ich mich sehr.

Privat möchte ich vor allem meinen Eltern, *Angelika* und *Michael Preisser*, danken, die meine Ausbildung ermöglicht und zusammen mit *Katharina Bothe* die Erstellung dieser Arbeit – in all ihren Höhen und Tiefen – begleitet haben. *Andrea Bothe* danke ich für die schnelle und kompetente Durchsicht meines Manuskripts. Außerdem bedanke ich mich bei meinen Geschwistern und Freunden, im Besonderen *Christos Paraschiakos*, die mir als juristische und nicht-juristische Ratgeber in wichtigen Momenten zur Seite gestanden haben.

Hamburg, im Oktober 2012

*Maximilian M. Preisser*



# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Inhaltsverzeichnis .....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XXIII
A. Einleitung und Zielsetzung der Arbeit .....	2
B. Wirtschaftliche Einordnung der Staatsfonds .....	5
I. Alte Bekannte in neuem Gewand .....	5
II. Gründungsanreize und Investitionsstrategien der Fonds .....	37
III. Ökonomische Analyse der Investitionen staatlicher Fonds .....	44
C. Aktuelle Defizite der Regulierung von Staatsfonds .....	82
I. Missbrauchsbekämpfung durch Erwerbsverbote sowie Eingriffs- und Untersagungskompetenzen auf nationaler Ebene .....	82
II. Transparenzregelungen für Staatsfonds auf nationaler Ebene .....	187
III. Ergebnis zum deutschen Recht: Überregulierung und Regulierungsdefizite .....	213
IV. Europa- und völkerrechtliche Grenzen .....	214
V. Fazit: Nationale und internationale Regulierungsdefizite .....	240
D. Alternativkonzepte im Umgang mit Staatsfonds .....	242
I. Rechtsvergleich: Regulierung der SWFs im Ausland .....	242
II. Regulierungsvorschläge aus Wissenschaft und Politik .....	268
III. Fazit: Bedürfnis nach einem neuen Regulierungskonzept .....	294

E. Entwicklung eines umfassenden Regulierungskonzepts ...	296
I. Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe .....	297
II. Bestimmung der Regelungsebene .....	325
III. Institutioneller Rahmen für eine Transparenzregelung .....	333
IV. Wahl des Rechtsakts .....	349
V. Regelungsadressaten .....	351
VI. Materieller Regelungsgehalt .....	352
VII. Fazit zum neuen Regelungskonzept .....	377
F. Fazit .....	379
I. Zusammenfassung der Arbeit in Thesenform .....	379
II. English Summary .....	382
G. Ausformulierte Reformvorschläge .....	386
I. Entwurf einer Transparenzverordnung .....	386
II. Novellierungsvorschlag für § 7 AWG und § 53 AWV .....	399
Anhang 1: Auflistung der größten Staatsfonds .....	404
Anhang 2: Rechtliche Strukturen der größten Staatsfonds .....	406
Anhang 3: BMWi-Auskunft zu Unbedenklichkeitsbescheinigungen .....	408
Anhang 4: Die Santiago Principles des IWF .....	410
Anhang 5: Übersicht über die neue europäische Finanzaufsichtsstruktur	414
Literaturverzeichnis .....	415
Sachverzeichnis .....	459

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXIII
A. Einleitung und Zielsetzung der Arbeit .....	2
B. Wirtschaftliche Einordnung der Staatsfonds .....	5
I. Alte Bekannte in neuem Gewand .....	5
1. Der Markt der Staatsfonds .....	5
a) Verbreitung und geschätztes Anlagevolumen .....	5
b) Prominente Transaktionen der letzten Jahre .....	11
2. Darstellung der Staatsfondsstrukturen .....	13
a) Vergleichende Analyse der beiden größten SWFs .....	13
aa) Abu Dhabi Investment Authority .....	14
bb) Government Pension Fund Global .....	17
cc) Gegenüberstellung der beiden Fonds .....	20
b) Rechtliche Strukturen der Staatsfonds .....	21
c) Rechnungslegung .....	22
3. Definition und Klassifikation unterschiedlicher Fondstypen ...	23
a) Definition eines Staatsfonds .....	23
b) Klassifizierung unterschiedlicher Staatsfondstypen .....	26
aa) Unterscheidung nach der Herkunft des Kapitals .....	26
bb) Unterscheidung nach der Anlagestrategie .....	27
4. Abgrenzung der Staatsfonds von ähnlichen Marktteilnehmern .	28
a) Zuschnitt des Themas: SWFs und institutionelle Investoren .....	28
b) Abgrenzung zu Zentralbanken .....	29
c) Die wirtschaftliche Betätigung der öffentlichen Hand .....	30
d) Abgrenzung zu staatlichen Pensionsfonds .....	33
e) Abgrenzung zu Hedge Fonds .....	33
II. Gründungsanreize und Investitionsstrategien der Fonds .....	37
1. Wirtschaftliche Gründungsanreize .....	37

a) Renewable Funds – Vermeidung der Holländischen Krankheit . . . . .	37
b) Effizientere Devisenverwaltung . . . . .	39
c) Volkswirtschaftliches Währungsgleichgewicht . . . . .	40
d) Commodity Funds – Risikodiversifizierung und Generationengerechtigkeit . . . . .	42
2. Investitionsstrategien der Fonds . . . . .	43
III. Ökonomische Analyse der Investitionen staatlicher Fonds . . . . .	44
1. Systematisierung der Diskussion um Chancen und Risiken . . . . .	46
a) Chancen durch die Investitionstätigkeit der Fonds . . . . .	46
aa) Vorzüge für die Gründungsstaaten der SWFs . . . . .	46
bb) Chancen für die Empfangsstaaten . . . . .	46
(1) Ideale Kapitalallokation und globale Arbeitsteilung . . . . .	46
(2) Stabilisierungsfunktion (nicht nur in Krisenzeiten) . . . . .	48
(3) Pazifikation internationaler Beziehungen durch SWF- Investitionen . . . . .	50
(4) Stärkung der Corporate Governance . . . . .	50
cc) Die besondere Perspektive Deutschlands . . . . .	52
dd) Zwischenfazit . . . . .	52
b) Risikofaktoren . . . . .	53
aa) Politischer Missbrauch der Beteiligungen . . . . .	53
bb) Ineffizienz und Risiken für die Zielgesellschaft . . . . .	56
(1) Ineffizienzen staatlicher Kapitalverwaltung . . . . .	56
(2) Störung der internen Governance-Strukturen der Zielgesellschaft . . . . .	57
(3) Übertragung nationaler Risiken auf die Zielgesellschaft . . . . .	58
cc) Makroökonomische Risiken für die Finanzmärkte . . . . .	58
(1) Fehlendes Risikomanagement und fehlende Expertise . . . . .	58
(2) Intensivierung weltweiter Leistungsbilanz- Ungleichgewichte . . . . .	59
(3) Risiken für die Finanzsysteme der Herkunftsstaaten . . . . .	60
(4) Störung der Preisbildung und weiterer Finanzmarkt- mechanismen . . . . .	61
(5) Neuausrichtung der Kapitalstruktur und des Investitions- verhaltens . . . . .	63
dd) Zwischenfazit . . . . .	64
2. Kritische Analyse der Chancen und Risiken . . . . .	64
a) Chancen durch SWF-Investitionen . . . . .	64
aa) Förderung der Kapitalallokation und Stabilisierung der Märkte . . . . .	64
bb) Friedensstiftende Funktion internationaler Investitionen . . . . .	65
cc) Stärkung der Governance-Strukturen und des Know-hows . . . . .	65
b) Risiken im Umgang mit Staatsfonds . . . . .	67
aa) Politischer Missbrauch der wirtschaftlichen Dominanz . . . . .	67
bb) Risiken für die Zielgesellschaft . . . . .	71

(1) Ineffizienz durch „Kalte Verstaatlichung“ .....	71
(2) Störung der internen Governance-Strukturen der Zielgesellschaft .....	72
(3) Übertragung nationaler Risiken in ausländische Märkte ...	74
cc) Makroökonomische Risiken für die Finanzmärkte .....	75
(1) Fehlendes Risikomanagement und Kontrollstrukturen ....	75
(2) Intensivierung weltweiter Leistungsbilanzungleichgewichte	76
(3) Risiken für die Finanzsysteme der Herkunftsstaaten .....	77
(4) Grundlegende Störung der Finanzmarktmechanismen ....	77
(5) Änderung der Kapitalstruktur und des Investitions- verhaltens .....	79
3. Fazit .....	80
C. Aktuelle Defizite der Regulierung von Staatsfonds .....	82
I. Missbrauchsbekämpfung durch Erwerbsverbote sowie Eingriffs- und Untersagungskompetenzen auf nationaler Ebene .....	82
1. Außenwirtschaftsgesetz und Außenwirtschaftsverordnung ...	83
a) Einführung und alte Rechtslage (bis 2009) .....	84
aa) Schutz vor Wettbewerbsverfälschungen, § 6 AWG .....	84
bb) Schutz nationaler Sicherheit und auswärtiger Interessen, § 7 AWG .....	85
b) Das reformierte deutsche Außenwirtschaftsrecht .....	86
aa) Erfasste Transaktionen .....	87
bb) Persönlicher Anwendungsbereich und Mindestbeteiligung ...	88
c) Das Kontrollverfahren .....	90
(1) Das Standardverfahren für ausländische Kontrollerwerbe ..	90
(2) Die Unbedenklichkeitsbescheinigung .....	92
(3) Untersagung eines Erwerbs und Anordnung von Maßnahmen .....	94
(4) Rechtsfolgen, Durchsetzung einer Untersagung, Sanktionen	95
(5) Rechtsschutz gegen eine Untersagung oder Anordnungen .	95
c) Analyse des neuen Außenwirtschaftsrechts .....	96
aa) Europarechtliche Bedenken gegenüber der AWG-Reform ....	96
(1) Wirtschaftlicher Hintergrund der Grundfreiheiten .....	97
(2) Der Schutzbereich der Grundfreiheiten .....	97
(a) Anwendbarkeit der Niederlassungsfreiheit .....	97
(aa) Personelle Erfassung drittstaatlicher SWFs? ....	97
(bb) Der Umgang mit § 53 Abs. 1 S. 6 AWV .....	98
(cc) Der sachliche Schutzbereich des Art. 49 AEUV ..	99
(b) Anwendbarkeit der Kapitalverkehrsfreiheit .....	100
(aa) Sachlicher Schutzbereich .....	100
(bb) Personeller Schutzbereich .....	101

(c)	Verdrängung der Kapitalverkehrs- durch Niederlassungsfreiheit? .....	101
(aa)	Schwerpunkt Betrachtung bei Prüfung der Grundfreiheiten .....	102
(bb)	Abgrenzung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht .....	103
(cc)	Abgrenzung im Steuerrecht .....	104
(dd)	Anwendung auf die Regelungen des AWG und der AWV .....	105
(3)	Beschränkung der Grundfreiheiten .....	106
(4)	Rechtfertigung der Beschränkung .....	107
(a)	Anforderungen an die Rechtfertigung der Beschränkung .....	107
(b)	Anwendung auf das 13. Änderungsgesetz zum AWG und der AWV .....	109
(aa)	„Öffentliche Sicherheit oder Ordnung“ .....	109
(bb)	Geeignetheit der Maßnahme .....	112
(cc)	Erforderlichkeit der Maßnahme .....	112
(5)	Zwischenfazit .....	115
b)	Inhaltliche Kritik am neuen Außenwirtschaftsrecht .....	116
(1)	Fehlen einer Anzeigepflicht und zu kurze Ausschlussfrist ..	116
(2)	Rückabwicklungsprobleme nach der aktuellen Konzeption .....	118
(3)	Kritik an der „Kontrollschwelle“ .....	120
(4)	Kritik am weiten Tatbestand .....	123
(5)	BMWi geeignetes Kontrollorgan? .....	124
d)	Zwischenergebnis zur Analyse des AWG und der AWV .....	125
2.	Das kartellrechtliche Kontrollregime .....	126
a)	Allgemeine Untergliederung des Kartellrechts .....	126
b)	Kontrolle der Staatsfonds durch das EU-Kartellrecht .....	127
aa)	Das Kartellverbot, Art. 101 AEUV .....	127
bb)	Missbrauchskontrolle, Art. 102 AEUV .....	128
cc)	Sanktionen gegen Kartellverstöße und Marktmissbräuche ....	129
(1)	Eingriffsbefugnisse und Sanktionen der Kommission .....	129
(2)	Eingriffsbefugnisse und Sanktionen der deutschen Kartellbehörden .....	130
dd)	Die europäische Zusammenschlusskontrolle nach der FKVO ..	132
(1)	Anwendungsbereich der FKVO .....	132
(2)	Materielle Voraussetzungen der Fusionskontrolle .....	134
(3)	Verfahren .....	135
(4)	Eingriffsbefugnisse und Sanktionen nach der FKVO .....	137
c)	Staatsfonds im Visier des deutschen Kartellrechts .....	137
aa)	Das Kartellverbot .....	137
bb)	Die Missbrauchskontrolle .....	138
cc)	Die deutsche Zusammenschlusskontrolle .....	140

(1) Anwendungsbereich der §§ 35 ff. GWB .....	140
(2) Das Verfahren .....	142
(3) Vollzugsverbot und Sanktionen .....	143
d) Zwischenfazit: Beschränkte Eignung des Kartellrechts .....	145
3. Regulierungsrecht .....	147
a) Bedeutung des Regulierungsrechts für die SWF-Debatte .....	147
b) Regelungsansätze in der Verfassung .....	149
c) Darstellung des Regulierungsrechts am Beispiel des EnWG .....	150
aa) Auswahl des EnWG und allgemeine Regulierungsprinzipien ..	150
bb) Kontrolle der Energienetze und ihrer Betreiber .....	151
(1) Aufgaben der Energieversorgungsunternehmen und -netzbetreiber .....	151
(2) Überwachung der Versorgungssicherheit .....	152
(3) Entflechtung der Netzbetreiber .....	153
cc) Netzanschluss, Netzzugang und Preisbildung .....	154
(1) Freier Netzanschluss und Netzzugang .....	154
(2) Preisgestaltung .....	156
(3) Energieversorgung der Endverbraucher .....	158
d) Eignung des EnWG zur Bekämpfung der Missbrauchsrisiken .....	159
4. Gesellschafts-, konzern- und kapitalmarktrechtliche Grenzen eines möglichen SWF-Missbrauchs .....	160
a) Beschränkung der Perspektive auf das Aktienrecht .....	161
b) Gesellschaftsrechtliche Einflussnahmemöglichkeiten des Aktionärs	161
aa) Einflussnahme über die Hauptversammlung .....	161
bb) Direkte Einflussnahme auf die Unternehmensleitung .....	166
cc) Übernahme von Aufsichtsratsmandaten durch SWF-Personal .	167
dd) „Plünderung“ einer AG und Veränderung der Eigentümerstruktur .....	168
c) Treuepflicht und § 826 BGB als universelle Missbrauchsschranken .	170
d) Konzernrechtliche Missbrauchsschranken .....	174
e) Kapitalmarktrechtliche Grenzen der indirekten Einflussnahme ...	175
f) Zwischenfazit .....	176
5. Regelungen im Bereich der Finanzbranche .....	177
a) Die Erwerbskontrolle im Bankensektor .....	178
b) Zwischenfazit zur Erwerbskontrolle des KWG .....	180
6. Gewerberecht .....	181
7. Strafrechtliche Grenzen der Einflussnahme .....	182
a) Nötigung und Erpressung .....	183
b) Untreue des Vorstands .....	184
c) Zwischenfazit .....	185
8. Fazit zur nationalen Bekämpfung der Missbrauchsgefahr .....	185

II.	Transparenzregelungen für Staatsfonds auf nationaler Ebene . . . .	187
1.	Flankierende Transparenzregelung in § 27a WpHG . . . . .	187
a)	Mitteilungspflichten der Inhaber wesentlicher Beteiligungen . . . . .	189
aa)	Mitteilungspflichtige Investoren und Meldeschwelle . . . . .	189
bb)	Inhaltliche Anforderungen an den Strategiebericht . . . . .	190
cc)	Die Mitteilungsfrist . . . . .	193
dd)	Adressat der Berichtspflichten und Veröffentlichung . . . . .	193
b)	Fehlende Bindungswirkung und Sanktionsverzicht . . . . .	194
c)	Statutarische Opt out-Regelung und Verordnungsermächtigung . . . . .	195
d)	Kritische Würdigung der neuen Transparenzregelung . . . . .	196
aa)	Geringe Aussagekraft der neuen Berichterstattung . . . . .	196
bb)	Entwertung der Mitteilungspflicht durch 20-Tages-Frist . . . . .	198
cc)	Zu hohe Eingangsschwelle . . . . .	198
dd)	Fehlende Sanktionierung . . . . .	199
e)	Zwischenergebnis . . . . .	200
2.	Weitere Transparenzpflichten im deutschen Recht . . . . .	200
a)	Unanwendbarkeit handelsrechtlicher Buchführungspflichten . . . . .	200
b)	Aktienrechtliche Meldepflichten . . . . .	201
aa)	Darstellung der Rechtslage . . . . .	201
bb)	Bewertung in Bezug auf Staatsfonds . . . . .	202
c)	Meldepflichten nach dem WpHG . . . . .	203
d)	Übernahmerechtliche Melde- und Publizitätspflichten . . . . .	205
aa)	Anwendungsbereich des WpÜG . . . . .	205
bb)	Publizitätspflichten i.R.d. Angebotsverfahrens . . . . .	206
cc)	Kritische Würdigung . . . . .	210
e)	Meldepflichten nach dem AWG und der AWV . . . . .	211
3.	Zwischenfazit: Deutsche Transparenzregelungen . . . . .	212
III.	Ergebnis zum deutschen Recht: Überregulierung und Regulierungsdefizite . . . . .	213
IV.	Europa- und völkerrechtliche Grenzen . . . . .	214
1.	Europarecht . . . . .	214
a)	Kommissionsvorschlag für die Behandlung von Staatsfonds . . . . .	214
b)	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds . . . . .	217
2.	Allgemeine völkerrechtliche Rahmenbedingungen . . . . .	219
a)	Völkerrechtliche Autonomie der Staatsfonds? . . . . .	219
b)	Völkergewohnheitsrecht . . . . .	220
c)	Bilaterale Abkommen . . . . .	221
d)	Die WTO-Abkommen . . . . .	221
e)	OECD-Kodex und Corporate Governance-Richtlinie . . . . .	223
aa)	Code of Liberalisation of Capital Movements . . . . .	223
bb)	Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises . . . . .	224
cc)	Kritik an den Regelungen der OECD . . . . .	225

f) IWF-Kodizes und SDDS .....	225
aa) Code of Good Practices on Fiscal Transparency .....	226
bb) Special Data Dissemination Standard .....	226
g) Zwischenfazit .....	227
3. Spezifische internationale Regulierungsansätze .....	228
a) Die „Santiago Principles“ des IWF .....	228
aa) Darstellung der Regulierungsziele .....	230
(1) Transparenz rechtlicher Strukturen und Zielsetzungen der SWFs .....	230
(2) Institutionelle Rahmenbedingungen und Governance- Vorgaben .....	231
(3) Modernes Investitions- und Risikomanagement .....	232
bb) Bewertung der Santiago Principles .....	234
b) OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds .....	238
aa) Darstellung der Erklärung .....	238
bb) Bewertung dieses Dokuments .....	239
V. Fazit: Nationale und internationale Regulierungsdefizite .....	240
D. Alternativkonzepte im Umgang mit Staatsfonds .....	242
I. Rechtsvergleich: Regulierung der SWFs im Ausland .....	242
1. Regulierung ausländischer Staatsfonds in den USA .....	243
a) Darstellung des US-amerikanischen Außenwirtschaftsrechts .....	243
aa) Defense Production Act, Exon-Florio-Amendment und FINSA .....	243
bb) Rechtsvergleichende Betrachtung des Außenwirtschaftsrechts .....	247
b) § 13(d) Securities Exchange Act (SEA) .....	250
aa) Der Tatbestand des § 13(d) SEA .....	250
bb) Rechtsfolgen und Sanktionierung von Verstößen .....	253
cc) Vergleich mit den deutschen Transparenzregelungen .....	253
c) Gesamtbetrachtung .....	255
2. Der französische Umgang mit ausländischen Staatsfonds .....	255
a) Darstellung des französischen Außenwirtschaftsrechts .....	255
b) Der französische Strategiefonds .....	259
c) Die französische Beteiligungstransparenz .....	260
d) Rechtsvergleichende Betrachtung .....	261
aa) Außenwirtschaftsrecht .....	261
bb) Transparenz ausländischer Investoren .....	263
3. Rechtslage im Vereinigten Königreich .....	264
a) Darstellung des Industry Act 1975 .....	264
b) Rechtsvergleichende Bewertung .....	266
4. Gesamtbewertung der rechtsvergleichenden Betrachtung .....	266

II. Regulierungsvorschläge aus Wissenschaft und Politik .....	268
1. Deutschlandfonds als „weißer Ritter“ .....	268
2. Staatliche Sonderrechte gesellschaftsrechtlicher Natur .....	269
a) Staatliche Sonderrechte an Schlüsselunternehmen .....	269
b) Kritik am Konzept staatlicher Sonderrechte .....	271
aa) Europarechtliche Rahmenbedingungen .....	271
bb) Inhaltliche Kritik .....	273
3. Verlust der Stimmrechte für Staatsfonds .....	274
a) Darstellung des Vorschlags von <i>Gilson</i> und <i>Milhaupt</i> .....	274
b) Kritik an diesem Vorschlag .....	274
4. Einsatz externer Fondsmanager .....	277
a) Darstellung des Vorschlags .....	277
b) Kritische Würdigung .....	278
5. Fortentwicklung der GAPP .....	280
a) Darstellung des Vorschlags .....	280
b) Kritische Würdigung .....	281
6. Selbstschutz betroffener Unternehmen .....	282
a) Verteidigungsmöglichkeiten deutscher Aktiengesellschaften .....	282
aa) Präventive Abwehrmaßnahmen .....	282
(1) Die Vinkulierung von Namensaktien .....	283
(2) Rückerwerb eigener Aktien .....	284
(3) Festsetzung von Höchststimmrechten .....	285
(4) Mehrstimmrechte .....	286
(5) Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien .....	286
(6) Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen .....	287
(7) Wirtschaftliche Schutzmaßnahmen .....	287
(8) Staffelung der Amtszeiten von Vorstand und Aufsichtsrat .....	288
(9) Golden parachutes .....	289
(10) Change of control-Klauseln .....	289
bb) Reaktive Abwehrmaßnahmen .....	289
(1) White Knight Defense .....	290
(2) Crown jewel defense .....	290
(3) „Pac Man Defense“ .....	291
(4) Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts .....	292
b) Eignung des Selbstschutzes im Umgang mit SWFs? .....	293
III. Fazit: Bedürfnis nach einem neuen Regulierungskonzept .....	294

E. Entwicklung eines umfassenden Regulierungskonzepts ...	296
I. Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe .....	297
1. Methodik der Rechtsetzung .....	297
2. Zielsetzung des Regulierungskonzepts .....	298
a) Missbrauchsregelung: Daseinsvorsorge und Gefahrenabwehr .....	298
b) Schutz der Kapitalmärkte durch SWF-Transparenz .....	299
aa) Förderung der Allokationseffizienz .....	300
bb) Anlegerschutz und operationelle Effizienz .....	301
c) Stärkung der Corporate Governance der Zielgesellschaften .....	303
d) „Nationale Champions“ .....	304
3. Begründung hoheitlicher Eingriffe in den SWF-Markt .....	306
a) Regulatorische Ausgangssituation: Autonomie des Marktes .....	306
b) Möglichkeiten der Selbstregulierung staatlicher Fonds .....	307
aa) Chancen und Grenzen der Selbstregulierung .....	307
bb) Fehlende Selbstregulierung der Transparenz am Kapitalmarkt ..	310
(1) Theoretische Ausgangssituation .....	310
(2) Rechtstatsächliche Erkenntnisse .....	314
c) Zwischenergebnis .....	316
4. Prognostizierbare Kosten des Regelungskonzepts .....	316
a) Wirtschaftlicher Ausgangspunkt: Cheapest cost avoider .....	318
b) Bürokratiekosten der Fonds .....	319
c) Negative Effekte für den Markt der Unternehmenskontrolle? .....	319
d) Abschreckung ausländischer Fonds durch den Vorschlag? .....	321
e) Auswirkungen auf den Staatshaushalt .....	324
5. Zwischenfazit .....	325
II. Bestimmung der Regelungsebene .....	325
1. Allgemeine Überlegungen zur Regelungsebene .....	325
2. Regelungsbefugnis für eine duales SWF-Konzept .....	328
a) EU-Kompetenz zur Regelung der SWF-Transparenz .....	329
b) Modifikation des deutschen Außenwirtschaftsrechts .....	331
III. Institutioneller Rahmen für eine Transparenzregelung .....	333
1. Darstellung der Aufsichtsstrukturen .....	334
a) Das European System of Financial Supervision (ESFS) .....	334
b) Insbesondere: Die ESMA-Behörde .....	336
aa) Aufgaben der neuen Kapitalmarktaufsichtsbehörde .....	336
bb) Zusammensetzung der ESMA .....	336
cc) Aufsichtskollegien .....	338
dd) Regelungsbefugnisse der ESMA .....	339
(1) Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards ..	339
(2) Leitlinien und Empfehlungen .....	340
(3) Einzelfallbeschlüsse .....	341

(a)	Zulässige Beschlussgegenstände .....	341
(b)	Verfahrensregelungen und Begrenzung des Anwendungsbereichs .....	343
ee)	Gemeinsame Aufsicht, Vergleichsanalysen und Zusammenarbeit .....	344
ff)	Erfassung von Systemrisiken und Verbot bestimmter Aktivitäten .....	345
gg)	Überwachung der Ratingagenturen und AIFM .....	345
2.	Umsetzung des Transparenzregimes durch die ESMA .....	346
a)	Politische und institutionelle Eignung der Behörde .....	346
b)	Rechtliche Umsetzung eines SWF-Transparenzregimes .....	348
IV.	Wahl des Rechtsakts .....	349
V.	Regelungsadressaten .....	351
1.	Personeller Anwendungsbereich der Transparenzverordnung .	351
2.	Personeller Anwendungsbereich des Außenwirtschaftsrechts .	352
VI.	Materieller Regelungsgehalt .....	352
1.	Kernkomponente: Transparenz am Kapitalmarkt .....	353
a)	Anzeigepflicht für SWF-Investitionen in den Binnenmarkt .....	353
aa)	Schilderung des Konzepts .....	353
bb)	Einführung einer Publizitätsschwelle? .....	354
b)	Spezifische „Grundtransparenz“ .....	355
aa)	Konzeptionelle Basis der „Grundtransparenz“ .....	355
bb)	Inhalte der „Grundtransparenz“ .....	355
(1)	Rechtlicher Rahmen der Fonds .....	356
(2)	Innere Organisation und Governance .....	356
(3)	Portfoliostruktur und Investitionstätigkeit .....	358
(4)	Rechnungslegung und Risikomanagement .....	360
cc)	Veröffentlichung der Angaben i.R.d. „Grundtransparenz“ . . . .	361
c)	Übermittlung wesentlicher Finanzdaten an die ESMA .....	362
d)	Durchsetzung der Transparenzpflichten .....	364
aa)	Materielle Vorab-Kontrolle der Informationen durch die ESMA .....	364
bb)	Auskunftsrecht, Untersuchungskompetenz und Zwangsgelder	365
cc)	Sanktionierung von Fehlinformationen .....	365
e)	Zwischenfazit zur Transparenzregelung .....	368
2.	Untersagungsbefugnis in Missbrauchsfällen .....	369
a)	Europarechtlich gebotene Modifikationen .....	370
aa)	Konkretisierung des Untersagungstatbestands .....	370
bb)	Streichung des § 53 Abs. 1 S. 6 AWV .....	371
b)	Weitere inhaltliche Modifikationen des AWG und der AWV .....	371
aa)	Ausdehnung des personellen Anwendungsbereichs .....	371
bb)	Herabsetzung der Kontrollschwelle .....	372
cc)	Anzeigepflicht und Modifikation der Ausschlussfrist? .....	373

dd) Inhaltliche Konkretisierung des Kontrollverfahrens .....	374
ee) Modifikation der Durchsetzungskompetenzen .....	375
c) Zwischenfazit zum deutschen Außenwirtschaftsrecht .....	376
VII. Fazit zum neuen Regelungskonzept .....	377
F. Fazit .....	379
I. Zusammenfassung der Arbeit in Thesenform .....	379
II. English Summary .....	382
G. Ausformulierte Reformvorschläge .....	386
I. Entwurf einer Transparenzverordnung .....	386
II. Novellierungsvorschlag für § 7 AWG und § 53 AWV .....	399
Anhang 1: Auflistung der größten Staatsfonds .....	404
Anhang 2: Rechtliche Strukturen der größten Staatsfonds .....	406
Anhang 3: BMWi-Auskunft zu Unbedenklichkeitsbescheinigungen .....	408
Anhang 4: Die Santiago Principles des IWF .....	410
Anhang 5: Übersicht über die neue europäische Finanzaufsichtsstruktur .....	414
Literaturverzeichnis .....	415
Sachverzeichnis .....	459



# Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
abgedr.	abgedruckt
abger.	abgerufen
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Zeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft/Amtsgericht/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
allg.	allgemein
amerikan.	amerikanisch
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts (Zeitschrift)
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ausführl.	ausführlich
AVR	Archiv des Völkerrechts (Zeitschrift)
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz.	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
Begr.	Begründung/Begründer
bes.	besonders; besondere(r, s)
BFH	Bundesfinanzhof
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
Bio.	Billionen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie

BNetzA	Bundesnetzagentur
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BReg	Bundesregierung
bsph.	beispielshalber
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
Buchst.	Buchstabe
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CESR	Committee of European Securities Regulators
chin.	chinesisch
CMLR	Common Market Law Review (Zeitschrift)
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/dieselben
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DÖV	Die öffentliche Verwaltung (Zeitschrift)
dtsch.	deutsch
DVBl	Deutsches Verwaltungsblatt (Zeitschrift)
EBA	European Banking Authority
ebd.	ebenda
ebf.	ebenfalls
EBLR	European Business Law Review (Zeitschrift)
EBOR	European Business Organization Law Review (Zeitschrift)
ebs.	ebenso
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
Einl.	Einleitung
einschl.	einschließlich
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
endg.	endgültig
entspr.	entsprechend
ErwGr	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESFS	European System of Financial Supervision
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Union

EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
evtl.	eventuell
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende Seite
ff.	folgende Seiten
FG	Festgabe
Fn.	Fußnote
frz.	französisch
FS	Festschrift/Festgabe
FSA	Financial Services Authority
GAPP	Generally Accepted Practices and Principles
GBL	Gesetzblatt
GBP	Britisches Pfund
geä.	geändert
gem.	gemäß
GewArch	Gewerbearchiv (Zeitschrift)
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Grdl.	Grundlage
Grds.	Grundsatz
grds.	grundsätzlich
GS	Gedenkschrift/Gedächtnisschrift
Habil.	Habilitation
Hdb.	Handbuch
HFR	Höchstrichterliche Finanzrechtsprechung (Zeitschrift)
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.d.S.	in diesem Sinne
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.	in Höhe
i.H.v.	in Höhe von
IMF	International Monetary Fund
insb.	insbesondere
insg.	insgesamt
instr.	instruktiv
i.R.d.	im Rahmen des
i.R.e.	im Rahmen eines
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne des
i.S.e.	im Sinne eines
IStR	Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
i.S.v.	im Sinne von

i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
jew.	jeweils
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung (Zeitschrift)
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
krit.	kritisch
Lfg.	Lieferung
Lit.	Literatur
lit.	Littera
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
N&R	Zeitschrift für Netzwirtschaft und Recht
Nr.	Nummer
Nrn.	Nummern
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
oHG	offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
RdE	Recht der Energiewirtschaft (Zeitschrift)
RegBegr	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
RMB	Renminbi
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
russ.	russisch
Rz.	Randziffer
S.	Satz
s.	siehe
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SE	Societas Europaea
Sec.	Section
sinngem.	sinngemäß
Slg.	Sammlung
s.o.	siehe oben
sog.	sogenannt

Std.	Stand
st.Rspr.	ständige Rechtsprechung
str.	streitig
s.u.	siehe unten
SWF	Sovereign Wealth Fund
Tab.	Tabelle
u.a.	unter anderem/und andere
Uabs.	Unterabsatz
ursprgl.	ursprünglich
US	United States
USD	US-Dollar
usw.	und so weiter
v.	vom/von
v.a.	vor allem
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
vglb.	vergleichbar
Vorb.	Vorbemerkung
VW	Versicherungswirtschaft (Zeitschrift)
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschaft und Bankrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEV	Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZögU	Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen
zul.	zuletzt
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht



These funds now have the buying power to shape market prices and acquire assets throughout the developed world. Were China's fund so inclined, it could buy *Ford*, *G.M.*, *Volkswagen*, and *Honda*, and still have a little money left over for ice cream.

James Surowiecki  
The New Yorker, 26. November 2007<sup>1</sup>

The attitude seems to be that sovereign investors are guilty until they are proven innocent.

Muhammad al-Jasser,  
Vize-Gouverneur der Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA),  
Bretton Woods Project, 1. Februar 2008<sup>2</sup>

We will increase transparency without harming the commercial interests of *CIC*. That is to say it will be a gradual process. Transparency is really a tough issue. If we are transparent on everything, the wolves will eat us up.

Lou Jiwei, Vorstand des chinesischen Staatsfonds *CIC*,  
Forbes US v. 12. Oktober 2007<sup>3</sup>

We believe transparency is a key tool in building trust. It helps building public support and trust in the management of Norway's petroleum wealth. Openness about the fund's management can contribute to stable financial markets and exert a disciplinary pressure on managers.

Kristin Halvorsen, norwegische Finanzministerin,  
aus einer Parlamentsrede vom 15. Februar 2008<sup>4</sup>

The critics of globalization accuse Western countries of hypocrisy, and the critics are right. The Western countries have pushed poor countries to eliminate trade barriers, but kept up their own barriers.

Joseph Stiglitz, Gewinner des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Online abrufbar unter [http://www.newyorker.com/talk/finacial/2007/11/26/071126ta\\_talk\\_surowiecki](http://www.newyorker.com/talk/finacial/2007/11/26/071126ta_talk_surowiecki) (abgerufen am 30.12.2010).

<sup>2</sup> Online abrufbar unter <http://www.brettonwoodsproject.org/art-559988> (abgerufen am 21.06.2010).

<sup>3</sup> Online abrufbar unter <http://www.forbes.com/feeds/afx/2007/12/10/afx4424545.html> (abgerufen am 21.06.2010).

<sup>4</sup> Online abrufbar unter [http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/News/Speeches-and-articles/minister-2/finans\\_minister\\_kristin\\_halvorsen/2008/Sovereign-Wealth-Funds-as-Serious-Financ.html?id=500735](http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/News/Speeches-and-articles/minister-2/finans_minister_kristin_halvorsen/2008/Sovereign-Wealth-Funds-as-Serious-Financ.html?id=500735) (abgerufen am 21.06.2010).

<sup>5</sup> S. *Stiglitz*, *Globalization*, S. 6.

## A. Einleitung und Zielsetzung der Arbeit

Staatsfonds (engl. „Sovereign Wealth Funds“, im Folgenden auch: SWFs) sind Investmentfonds, die abseits der klassischen Verwaltung der Währungsreserven durch Zentralbanken staatliches Kapital anlegen.<sup>6</sup> Die jüngste Gründungswelle derartiger Fonds begann im Jahre 2005. Im Anschluss daran erreichte die Diskussion über protektionistische Maßnahmen zur Bekämpfung etwaiger Risiken 2007 ihren Höhepunkt, ebte durch die globale Finanzkrise und das Bedürfnis nach ausländischem Kapital kurz ab und nimmt seit 2010 wieder verstärkt zu. Nachdem vor allem Schwellenländer mit umfangreichen Beteiligungen an angeschlagenen Unternehmen westlicher Staaten als Gewinner bzw. „relativ geringe Verlierer“ aus der Krise hervorgehen und der Markt der Sovereign Wealth Funds noch immer eine enorme Wachstumsdynamik beinhaltet<sup>7</sup>, stellt sich die Frage nach einer Regulierung dieser bislang weitgehend unregulierten Investorengruppe mehr denn je.

Im politischen Bereich zeichnet sich der Umgang mit Staatsfonds als ein Spiel mit „Zuckerbrot und Peitsche“<sup>8</sup> aus, da westliche Empfangsstaaten einerseits auf das ausländische Kapital angewiesen sind und Sovereign Wealth Funds bislang aufgrund ihrer langfristigen Anlageinteressen als solide Investoren schätzten, andererseits jedoch vielfach versuchen, diesen Investoren aus Angst vor politischem Missbrauch nicht diejenigen Rechte einzuräumen, die mit den erworbenen Beteiligungen normalerweise verbunden sind. Im Kern steht das Problem, dass Staatsfonds trotz ihrer formalen Stellung als private Investitionsgesellschaften durch ihre hoheitlichen Eigentümer politisch oder ökonomisch missbraucht werden *könnten*.<sup>9</sup> So wird die aktuelle Regulierungsdebatte von Ängsten vor der wirtschaftlichen Macht der Fonds dominiert und die liberale Grundhaltung vieler westlicher Staaten gegen eine erhebliche Skepsis eingetauscht und Investitionsbeschränkungen errichtet.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Vgl. zu dieser Kurzbeschreibung *Hammen*, WM 2010, 1. Näher zur Definition eines Staatsfonds die anschließenden Ausführungen unter B.I.3.a).

<sup>7</sup> Vgl. dazu nur das Eingangszitat von *Surowiecki*.

<sup>8</sup> Die Bezeichnung geht auf *Kurt Tucholsky*, alias *Theobald Tiger*, und das Gedicht Nr. 50, S. 872, für die Weltbühne vom 09.12.1930 zurück.

<sup>9</sup> *Keenan*, *Social Arrears*, S. 1, spricht von einer „Trojanisches Pferd-Problematik“.

<sup>10</sup> Diesen Punkt fassen die Eingangszitate von *Muhammad al Jasser* und *Joseph Stiglitz* zusammen.

Betrachtet man die gesamte Diskussion aus größerer Distanz, so lassen sich Staatsfonds in eine brisante globale Entwicklung einordnen. Westliche Staaten müssen zunehmend eine grundlegende Neuordnung internationaler Finanzmärkte zur Kenntnis nehmen und akzeptieren, dass sie diese Märkte nicht länger unumstritten dominieren werden, sondern Schwellenländer mit breiten Schultern auf das Finanzparkett drängen und auf Augenhöhe kommunizieren möchten.<sup>11</sup> Außerdem zeigt sich, dass die klare Dichotomie zwischen dem öffentlichen und dem privatwirtschaftlichen Sektor immer weniger durchgehalten werden kann. Bereits die Idee eines privatwirtschaftlich investierenden Staatsfonds lässt die konzeptionellen Trennlinien verschwimmen. Viel wichtiger erscheint es daher, die Akteure in ihrer jeweiligen Funktion zu begreifen und sicherzustellen, dass sie in der vorgesehenen Rolle agieren und sich nicht durch einen Wechsel zwischen der privaten und der souveränen Ebene un gerechtfertigte Vorteile verschaffen.

Die junge wissenschaftliche Auseinandersetzung mit staatlichen Investoren ist bislang vor allem von einer unzureichenden Vernetzung der Rechtswissenschaft und der Volkswirtschaftslehre geprägt und oftmals zudem durch xenophobe Untertöne gefärbt. Dabei bewegen sich die Argumentationsstränge im Rahmen der jeweiligen Disziplinen und tragen durch eine fehlende Rezeption der Ergebnisse benachbarter Fachbereiche nicht dazu bei, neue Impulse zu setzen. Während juristische Beiträge im Regelfall spezielle Probleme in Einzeldisziplinen beleuchten und auf nicht näher begründete Bedrohungsszenarien der Politik reagieren, bemühen sich viele Ökonomen um eine empirische Widerlegung dieser Szenarien. Obwohl der Volkswirtschaftslehre dabei die Risiko-Bewertung (aufgrund der statistischen Überprüfung ihrer Annahmen) verlässlicher gelingt, schließen sich an die empirischen Untersuchungen zumeist keine Lösungsvorschläge an.

Die Zielsetzung dieser Arbeit soll daher zunächst in einer Vernetzung der Erkenntnisse der unterschiedlichen Disziplinen bestehen und dazu beitragen, Einzelbereiche der Diskussion auf ein sachliches Fundament zurückzuführen. Ferner sollen die Bedrohungsszenarien und realen Risiken erstmalig systematisch geordnet und den Chancen im Umgang mit Staatsfonds gegenübergestellt werden. Sodann erfolgt eine umfassende Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen der Staatsfonds. Hierbei werden, ausgehend von der deutschen Perspektive, auch die europäischen und internationalen Regelungen untersucht und rechtsvergleichende Erkenntnisse gewonnen. Die Begutachtung soll aufzeigen, dass die protektionistischen Beschränkungen der meisten Staaten an den

---

<sup>11</sup> *Martini*, DÖV 2008, 314, 322, bringt diese Beobachtung als Fazit seiner Analyse des reformierten Außenwirtschaftsrechts überspitzt auf den Punkt: „Die ‚Teilentmachtung des bisherigen Geberkartells‘ zu akzeptieren und sich auf sie einzustellen, ist sicher klüger[,] als später ihre Folgen zu beklagen. Die Weise, in der das Änderungsgesetz dies tut, gleicht freilich ein wenig dem Versuch eines Selbstmords aus Angst vor dem Tode.“

eigentlichen Problemen vorbeigehen und im Falle Deutschlands sogar zu einer kapitalmarktrechtlichen Fehlsteuerung führen.

Im Anschluss an eine Auseinandersetzung mit ersten Regulierungsvorschlägen aus Wissenschaft und Politik wird ein einheitliches Regulierungskonzept für den Umgang europäischer Staaten mit ausländischen Staatsfonds entwickelt. Das Modell beabsichtigt, einen Teil der Kontrolle von staatlichen Behörden an den Markt zurückzugeben und effiziente Regelungen zu etablieren, die gewährleisten, dass Risiken im Umgang mit Staatsfonds frühzeitig erfasst, zutreffend bewertet und bekämpft werden können. Zugleich eignet sich dieses Regelungskonzept zum Abbau unbegründeter Ängste zahlreicher Empfangsstaaten und würde wesentlich zur Stabilität der europäischen Finanzmärkte beitragen.

## B. Wirtschaftliche Einordnung der Staatsfonds

### I. Alte Bekannte in neuem Gewand

Als Einführung in die kaum beleuchtete Welt der Staatsfonds soll der folgende Abschnitt den SWF-Markt und die Vielgestaltigkeit seiner Akteure vorstellen. Zudem wird als Grundlage der weiteren rechtlichen Analyse der Begriff des Staatsfonds konkretisiert und diese Investorengruppe von ähnlichen Finanzmarktteilnehmern abgegrenzt.

#### 1. Der Markt der Staatsfonds

##### a) Verbreitung und geschätztes Anlagevolumen

Staatsfonds sind kein neues Phänomen. So legte etwa Kuwait bereits im Jahre 1953 mit dem *Kuwait Investment Board* den ersten Fonds moderner Prägung auf, dem 10 Prozent der staatlichen Rohöleinnahmen zuflossen.<sup>12</sup> Die Urformen dieser Fonds lassen sich bis ins frühe 19. Jahrhundert zurückverfolgen.<sup>13</sup> Nach einer zweiten Gründungswelle in den 1970er-Jahren (deren prominenteste Vertreter die *Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)* und *Temasek Hol-*

---

<sup>12</sup> Vgl. *Babgat*, *International Affairs* 84 (2008), 1189, 1194; *Beck/Fidora*, *Impact of SWFs*, S. 6 und *Reed*, 4 *Va. L. & Bus. Rev.* (2009), 97, 100. Art. 2 des Gesetzes Nr. 106 zur Gründung des Fonds lautet: „A special account shall be opened for creating a reserve that would act as an alternative to oil wealth. An amount of 50 per cent of the available State's General Reserve Fund is to be added to this account.“ *Nettesheim*, *ZHR* 172 (2008), 729, 730, weist darauf hin, dass die Diskussion über eine mögliche politische Einflussnahme der Fonds bereits in den siebziger Jahren durch den Einstieg von *KIA* bei der damaligen *Daimler-Benz AG* begann. *Keller*, 7 *Geo. J.L. & Pub. Pol'y* (2009), 333, bezeichnet den Fonds des Inselstaates Kiribati (ehemals Gilbert Islands) (*Revenue Equalization Reserve Fund*, vgl. spezifisch zu diesem Fonds *Le Borgne/Medas*, *SWF in the Pacific*, S. 8) als ersten Sovereign Wealth Fund. Dieser Fonds wurde jedoch erst im Jahre 1956 und damit drei Jahre nach dem *Kuwait Investment Board* gegründet. Seit seiner Gründung ist der Fonds auf das Neunfache des BIP von Kiribati angewachsen und erwirtschaftet ca. ein Drittel des BIP des Inselstaates, vgl. *Kern*, *Aufwind*, S. 5.

<sup>13</sup> Vgl. insbesondere den Hinweis von *Martini* auf die französische *Caisse des Dépôts et Consignations* sowie die *British Petroleum*, *Martini*, *DÖV* 2008, 314 und *Dewenter/Han/Malatesta*, *Firm Values*, S. 1, die auf den bereits 1876 gegründeten texanischen *Permanent University Fund* als Urform moderner Staatsfonds hinweisen.

*dings* aus Singapur sind) wurden jüngst seit 2005 in einer dritten Welle mindestens 16 weitere Staatsfonds gegründet.<sup>14</sup>

Mehr als 40 Staaten legen heute ihre Geldreserven in über 50 Staatsfonds an.<sup>15</sup> Dennoch verwalten die sechs größten SWFs zwei Drittel der Gesamtvolumina dieses Marktes.<sup>16</sup> Der weltweit größte Staatsfonds ist die *ADIA* mit einem geschätzten Portfoliowert von 500–700 Mrd. USD.<sup>17</sup> Aufgrund seiner charakteristischen Struktur und Größe wird dieser Fonds sogleich im Kontrast zu dem zweitplatzierten norwegischen *Government Pension Fund Global (GPF)* detailliert dargestellt.<sup>18</sup> Den dritten Platz nimmt die saudi-arabische *Sama Foreign Holdings* ein.<sup>19</sup> Interessant ist zudem, dass die beiden nächsten Plätze von chinesischen Fonds, nämlich der *SAFE Investment Company* (347 Mrd. USD) sowie der neu gegründeten *China Investment Corporation* (332 Mrd. USD) besetzt werden. Zusammen betrachtet, gelangen alle chinesischen Fonds auf einen Betrag, der ihnen weltweit den ersten Rang einräumt.<sup>20</sup>

<sup>14</sup> S. *Cooke*, 2 Colum. Bus. L. Rev. (2009), 728, 733 sowie die Schilderung der letzten Wachstumsphase bei *Norton*, 29 Rev. Banking & Fin. L. (2010), 465, 472 ff., mit Hinweisen auf die Entwicklungen in China und Russland sowie ebd., S. 477 f., zu den Bestrebungen weiterer Staaten, derartige Fonds aufzulegen, und die Übersicht in Anhang 1.

<sup>15</sup> Eine Auflistung aller relevanten SWFs ist dieser Arbeit in Anhang 1 beigefügt. Die Tabelle führt die Herkunft der Gelder, das Finanzvolumen und die Platzierung im sog. *Lina-burg-Maduell-Transparenzindex* auf. Eine ausführliche Analyse der zehn größten Staatsfonds legen *Mehrpouya et al.*, Proxy Voting, S. 63–121, vor. Vgl. auch *Keller*, 7 Geo. J.L. & Pub. Pol'y (2009), 333, 338 f.

<sup>16</sup> S. *Couturier/Sola/Stonham*, 1,3 QRFM (2009), 142, 143. Nähme man die zentralbanknahen Fonds *SAFE*, *SAMA* und *Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio* noch hinzu, gelänge man zu einem Wert von zusätzlich ca. 1 Bio. USD, vgl. Anhang 1.

<sup>17</sup> Eine präzisere Bestimmung ist aufgrund der opaken Strukturen des Fonds nicht möglich, vgl. dazu sogleich B.I.2.a)aa). *Hammen*, WM 2010, 1, weist darauf hin, dass die Marktkapitalisierung aller DAX 30-Unternehmen lediglich 750 Mrd. USD beträgt. *Mehrpouya et al.* zeigen, dass die ausschließliche Betrachtung der absoluten Zahlen nur beschränkte Aussagekraft hat, da oftmals nur Bruchteile der Gesamtvolumina im Ausland investiert werden können. So darf die chin. *CIC* etwa nur über ca. die Hälfte ihres Kapitals verfügen und selbiges im Ausland anlegen. Ähnliches gilt für *Temasek*, die nur 69 Prozent investieren darf, vgl. *Mehrpouya et al.*, Proxy Voting, S. 13, Figure 5.

<sup>18</sup> S.u. B.I.2.a)aa) und B.I.2.a)bb).

<sup>19</sup> S. die Auflistung der größten Staatsfonds in Anhang 1. Vgl. zum Wachstumspotenzial der *SAMA* aufgrund der saudi-arabischen Devisenreserven *Norton*, 29 Rev. Banking & Fin. L. (2010), 465, 477 m.w.N. Allerdings ist zweifelhaft, ob *SAMA* und die chin. *SAFE* als klassische Staatsfonds zu verstehen sind, da es sich um Fonds bzw. Sonderbehörden für die Devisenverwaltung unter Aufsicht der Zentralbanken handelt, vgl. zur Definition des Staatsfonds sogleich B.I.3.a) u. die Selbstbeschreibungen unter [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe\\_en/whjjs\\_en/jzjs\\_list\\_en.jsp?id=1](http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/whjjs_en/jzjs_list_en.jsp?id=1) und <http://www.sama.gov.sa/sites/samaen/AboutSAMA/Pages/Home.aspx> (jew. abgerufen am 16.05.2011).

<sup>20</sup> Addiert man das Kapital aller vier chinesischen Staatsfonds, gelangt man derzeit zu einer Summe von 787,4 Mrd. USD. Das chinesische Finanzsystem befindet sich im Zuge der makroökonomischen Devise „Go Global“ („goigo globali“) im Umbruch. Das Ziel dieser volkswirtschaftlichen Leitlinie besteht in einem Ausbau der ausländischen Direktinvestitionen der chinesischen Wirtschaft. Dabei nimmt *CIC* eine zentrale Rolle ein und könnte in

In der Vergangenheit zeichneten sich Staatsfonds durch eine ausschließlich langfristige Anlagepolitik (sog. *buy and hold*) aus.<sup>21</sup> Außerdem erwarben SWFs bislang in der Regel kleine Beteiligungen an ausländischen Gesellschaften<sup>22</sup> und genossen daher einen guten Ruf als verlässliche Kapitalgeber.<sup>23</sup> Eine Feststellung der jüngeren Vergangenheit ist jedoch ein offensiveres Auftreten der SWFs<sup>24</sup> so-

den nächsten Jahren zu einer „Staats-Holding“ ausgebaut werden, unter der sämtliche Staatsunternehmen zusammengefasst und die dann auch von der *CIC* mit Kapital versorgt bzw. umgekehrt dieser als Investmentvehikel dienen könnten, vgl. die ausführliche Analyse bei *Backer*, 19 *Transnat'l L. & Contemp. Probs.* (2010), 3, 99 ff.

<sup>21</sup> Vgl. *Fiechter*, 3 *J. Appl. Econ.* (2010), 59, 63. S. auch *Bayer/Obler*, ZG 2008, 12, 14 mit dem Hinweis auf die *Temasek Holding* aus Singapur, die sich seit ihrer Gründung ausdrücklich zu dieser Strategie bekennt, s. [http://www.temasekholdings.com.sg/about\\_us.htm](http://www.temasekholdings.com.sg/about_us.htm) (abgerufen am 13.05.2010). *Kirshner*, *Geopolitics* 14 (2009), 300, 307, verweist darauf, dass sich SWFs langfristige Investitionsziele aufgrund des fehlenden kurzfristigen Renditedrucks erlauben können, näher dazu unter B.II.1.

<sup>22</sup> So zeigte die Untersuchung von *Miracky et al.*, *Behaviors of SWFs, passim*, dass SWFs Mehrheitsbeteiligungen nahezu ausschließlich in ihren Herkunftsstaaten erwerben, um politischen Druck im Ausland zu vermeiden. Allerdings verpflichten sich nur zwei der zehn größten Fonds (*GPFG* und *AGFF*) explizit zu einer Beschränkung auf Portfolioinvestitionen unter 5 Prozent. Alle anderen Staatsfonds könnten daher auch größere Anteile oder ganze westliche Unternehmen erwerben, s. *Mehrpouya et al.*, *Proxy Voting*, S. 29 f., Figure 11. Vgl. auch *Kern*, *Investitionspolitik*, S. 14 und *Slawotsky*, 40 *Geo. J. Int'l L.* (2009), 1239, 1256 f. *Fernandes*, *Investment Choices*, S. 2 f., 12, wies nach, dass SWFs bislang im Durchschnitt lediglich Beteiligungen i.H.v. 0,74 Prozent der Anteile (d.h. in absoluten Zahlen durchschnittlich 46,3 Mio. USD) der Zielgesellschaft erwerben. In nur 0,5 Prozent aller Investitionen übernahmen SWFs 50 Prozent oder mehr Anteile. Größere Beteiligungen wurden fast ausschließlich in den Herkunftsländern der Fonds erworben, vgl. *Fernandes*, *Investment Choices*, S. 33 Table II.

<sup>23</sup> Dieser Eindruck ist in den Führungsetagen der DAX- und MDAX-Unternehmen vorherrschend, vgl. die Studie der *Frankfurt School of Finance & Management* aus dem Herbst 2008 mit der Auswertung von *Weber/Schalast*, *Handlungsspielräume*, S. 27–32 sowie den Fragebogen als Anhang 2. Die Studie ergab einerseits, dass SWFs überwiegend als langfristige Investoren willkommen sind, dass zugleich jedoch ein eklatantes Unwissen über diese Investoren und eine hohe Unsicherheit hinsichtlich ihrer Anlagestrategien besteht. Auch die meisten Anleger teilen diese Einschätzung, sodass *Fotak/Bortolotti/Meggison*, *Financial Impact*, S. 19, empirisch einen positiven Kursauschlag ermitteln können, sofern der Einstieg eines staatlichen Investors mitgeteilt wird, ohne dass diese Reaktion auf solide ökonomische Fakten zurückgeführt werden konnte.

<sup>24</sup> Vgl. *Backer*, 19 *Transnat'l L. & Contemp. Probs.* (2010), 3, 12 u. 24. *Helleiner/Lundblad*, *German Policy Studies* 4 (2008), 59, 60, 66 sowie 68, verweisen auf eine Tendenz der letzten Jahre, wonach SWFs vermehrt ihre Portfolios von Staatsanleihen hin zu riskanteren Assets verschieben. So teilte der eher konservative norwegische Staatsfonds 2007 mit, dass er sein Portfolio von 40 auf 60 Prozent Unternehmensbeteiligungen ausbauen und zudem künftig in Immobilien investieren würde. Ferner entschied sich Russland im Jahre 2008 zur Aufspaltung seines Staatsfonds mit der Zielsetzung, in einem Fonds eine aggressivere Anlagepolitik mit höheren Risiken zu verfolgen. Dieser Trend wird auch von *Couturier/Sola/Stonham*, 1/3 *QRFM* (2009), 142, 148; *Weber/Schalast*, *Handlungsspielräume*, S. 18–21 sowie *Koch*, ifo-Schnelldienst 17/07, S. 3 f., beobachtet. Durch das zunehmende Gewicht der Aktienbeteiligungen in den SWF-Portfolios nimmt auch der Anreiz, diese Beteiligungen aktiv zu verwalten, zu, da die Rendite der Zielgesellschaften verstärkt die Rendite der Fonds be-

wie eine rasante Zunahme des Anlagevolumens, der Risikobereitschaft und der Investitionstätigkeit<sup>25</sup>.

Während Staatsfonds bislang meist in Staatsanleihen<sup>26</sup> investierten, ist infolge des niedrigen US-Dollars und der schwachen Verzinsung dieser Papiere eine zunehmende Verschiebung hin zu Anleihe-Investitionen im europäischen Raum sowie Aktien- und Immobilienkäufen in den USA, Europa sowie China und Singapur zu verzeichnen.<sup>27</sup> Eine aktuelle Schätzung geht davon aus, dass durchschnittlich 35 bis 40 Prozent des SWF-Kapitals noch immer in Staatsanleihen, 50 bis 55 Prozent in private Unternehmen und 8 bis 10 Prozent direkt in Rohstoffe, Hedge Fonds oder andere Finanzprodukte investiert werden.<sup>28</sup> Durch die fortschreitende Privatisierung ist zunehmend auch ein Einstieg in sensible Schlüsselindustrien möglich. Speziell auf dem deutschen Markt öffnet sich das Zugangstor für SWF-Investitionen durch die Entflechtung von Überkreuzbeteiligungen (Stichwort: „Deutschland AG“).<sup>29</sup>

---

einflusst, vgl. *Slawotsky*, 40 *Geo. J. Int'l L.* (2009), 1239, 1250. *Taylor*, in: Giovanoli/Devos, *Global Crisis*, Rn. 13.12 stellt die Zunahme grenzüberschreitender M&A-Transaktionen mit SWF-Beteiligung seit 2005 dar.

<sup>25</sup> Die Anzahl der Transaktionen verdreifachte sich von 2000 bis 2008. Das Investitionsvolumen stieg dabei von USD 4 Mrd. auf USD 130 Mrd. an, vgl. *Avendaño/Santiso*, *Comparison*, S. 8 m.w.N. Vgl. auch *Martini*, DÖV 2008, 314 f.; *Germelmann*, DVBl 2009, 78 sowie *Schalast*, M&A-Review 2009, 107, 108 sowie Abbildungen 4 und 5. *Martini* stellt fest, dass das Jahr 2007 einen Wendepunkt in der bisherigen Anlagestrategie darstellt, nachdem mehrere Staatsfonds die Weltwirtschaftskrise ausnutzten, um sich zu günstigen Konditionen die „Filetstücke der westlichen Bankenwelt“ zu sichern. Hierbei verweist er insbesondere auf *ADIA*, die für 7,5 Milliarden USD Anteile an der *Citigroup* erwarb, sowie den Staatsfonds Singapurs, der bei *Merrill Lynch* und *UBS* einstieg. *Martini* leitet hieraus ab, dass führende westliche Geldinstitute unter asiatischen Einfluss gelängen. Seit Herbst 2008 ist jedoch eine wachsende Zurückhaltung der Fonds beim Erwerb von Unternehmensbeteiligungen zu verzeichnen, die auf massive Verluste während der Finanzkrise zurückgeführt wird, s. *Hammen*, WM 2010, 1, 2 m.w.N.

<sup>26</sup> Insbesondere solche der Vereinigten Staaten, sog. US treasury bonds, vgl. statt vieler *Keller*, 7 *Geo. J.L. & Pub. Pol'y* (2009), 333, 347.

<sup>27</sup> *Helleiner/Lundblad*, *German Policy Studies* 4 (2008), 59, 65, legen dar, dass v.a. der Wertverlust des USD von 40 Prozent im Vergleich zum Euro während der Zeit von 2002 bis 2009 sowie die Zinssenkung der US Federal Reserve in der Finanzmarktkrise für diese Entwicklung ursächlich waren. Angesichts der US-amerikanischen Geldpolitik ist eine Fortsetzung dieses Trends zu erwarten. Ebenso *Sun/Hesse*, *Financial Stability*, S. 5. Vgl. auch *Beck/Fidora*, *Impact of SWFs*, S. 10, Table 1, wonach alle finanzkräftigen SWFs vermehrt Eigenkapitalinvestitionen im Ausland tätigen. *Meggison et al.*, *Patterns and Performance*, S. 4 f., belegen die Verschiebung der Anlagestruktur empirisch. Danach tendieren SWFs vor allem dazu, in wachsende, börsennotierte Unternehmen mit viel Fremdkapital und Geschäftssitzen in einem OECD-Land zu investieren.

<sup>28</sup> S. *Fernandez/Eschweiler*, SWFs, S. 12 f.

<sup>29</sup> Vgl. *Hammen*, WM 2010, 1, 3 sowie *Nettesheim*, ZHR 172 (2008), 729, 733. Vgl. zu den steuerrechtlichen Hintergründen der Entflechtung *Pfundt/v. Rosen*, in: *Pfundt/v. Rosen*, *Kapitalmarkt im Wandel*, S. 4, 10, 13 und *Hammen*, WM 2000, 961.

Infolge des Staatsdefizits der USA<sup>30</sup> und der Einnahmeüberschüsse exportorientierter Schwellenländer entsteht global ein neues Phänomen, das von US-amerikanischen Autoren wie folgt beschrieben wird: „Capital is flowing, uphill, from poor countries to rich countries.“<sup>31</sup> Durch das Bild des bergauf laufenden Kapitalstroms wird die empfundene Unnatürlichkeit dieses Phänomens veranschaulicht, da Entwicklungs- und Schwellenländer die Defizite hochentwickelter Staaten finanzieren.<sup>32</sup> Dieser Trend ist primär auf zunehmende Währungsreserven der südostasiatischen Staaten<sup>33</sup>, enorme Exporterlöse in den Rohstoffmärkten und den Rückgang landesinterner Investitionen der Schwellenländer zurückzuführen.<sup>34</sup>

Bislang haben die Fonds etwa drei Viertel ihrer ausländischen Direktinvestitionen in Industriestaaten getätigt<sup>35</sup>, wobei ein Großteil aus Diversifizierungsgründen<sup>36</sup> auf Investitionen im Dienstleistungssektor entfällt.<sup>37</sup>

Die Zurückhaltung einiger Staaten bei der Gründung weiterer SWFs und der Übertragung größerer Volumina in die Fonds-Portfolios wird damit begrün-

---

<sup>30</sup> Im August 2011 überstiegen die Staatsschulden das Bruttoinlandsprodukt der USA, vgl. Welt v. 04.08.2011, „US-Schulden übersteigen eigene Wirtschaftsleistung“, online abrufbar unter <http://www.welt.de/wirtschaft/article13524938/US-Schulden-uebersteigen-eigene-Wirtschaftsleistung.html> (abgerufen am 12.08.2011). Vgl. zur Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA auf „AA+“ durch *Standard&Poor's* FTD v. 06.08.2011, „USA verlieren ‚AAA-Rating“, online abrufbar unter <http://www.ftd.de/politik/konjunktur/herabstufung-durch-s-p-usa-verlieren-aaa-rating/60088139.html> (abgerufen am 12.08.2011).

<sup>31</sup> Zitiert nach *Setser*, *Sovereign Wealth*, S. 7. Dieselbe Formulierung verwenden auch *Gieve*, *Global Imbalances*, S. 1 und *Mattoo/Subramanian*, *Currency Undervaluation*, S. 14. Diese Beobachtung wird auch als „Lucas Paradoxon“ bezeichnet, vgl. *Lucas*, *American Economic Review* 80 (1990), S. 92–96.

<sup>32</sup> *S. Reed*, 4 Va. L. & Bus. Rev. (2009), 97, 109 f.

<sup>33</sup> Näher zu den Hintergründen dieser Devisenpolitik unter B.II.1.

<sup>34</sup> Vgl. *Bassan*, *EBLR* 2010, 165, 166. Vgl. auch die Graphik über den sprunghaften Anstieg des Investitionsvolumens seit dem Jahre 2000 bei *Fotak/Bortolotti/Meggison*, *Financial Impact*, S. 42, Figure 3. Bei dieser Entwicklung muss auch der Nachahmungseffekt berücksichtigt werden, da viele Staaten von den enormen Renditen, die jüngere Staatsfonds erwirtschaften, angezogen werden, s. *Gilson/Milhaupt*, 60 *Stan. L. Rev.* (2008), 1345, 1359. Vgl. zu den überambitionierten Renditezielen der SWFs der pazifischen Inseln, *Le Borgne/Medas*, *SWFs in the Pacific*, S. 20. Jüngst gab der chinesische *CIC*-Fonds bekannt, in seinem Übersee-Portfolio im Jahr 2009 eine Rendite von 11,7 Prozent erwirtschaftet zu haben, vgl. *Wall Street Journal* v. 29. Juli 2010, online abrufbar unter <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20100729-712367.html> (abgerufen am 02.09.2010).

<sup>35</sup> Die Angabe bezieht sich auf das Kapitalvolumen. Betrachtet man jedoch die Anzahl der Einzelinvestitionen, so nehmen OECD-Staaten nur ein Drittel ein. Diese Beobachtung zeigt, dass Staatsfonds Entwicklungsmärkte ebenso nutzen, dort jedoch zurückhaltender und niedrigere Beträge investieren, vgl. *Miracky et al.*, *Behaviors of SWFs*, S. 36 und *Reed*, 4 Va. L. & Bus. Rev. (2009), 97, 110. S. auch die Graphiken bei *Avendaño/Santiso*, *Comparison*, S. 18, die eine Übersicht über die geographische Verteilung der SWF-Investitionen im Vergleich zu privaten Anlagefonds abbilden.

<sup>36</sup> Vgl. zu den Hintergründen sogleich die Ausführungen unter B.II.1.d).

<sup>37</sup> *S. Karl*, in: *Ehlers/Wolffgang/Schröder*, *Rechtsfragen*, S. 11.

det, dass der hiermit verbundene Rückzug der jeweiligen Zentralbank aus Investition in US-Anleihen der nationalen Währung und Exportwirtschaft schaden könne und von Washington als politischer Affront gewertet würde, da der Druck auf den Dollarkurs weiter zunähme.<sup>38</sup> Trotz dieser politischen Rahmenbedingungen ist ein weiterer Kapital- (und damit zugleich auch Bedeutungs-) zuwachs der SWFs in den nächsten Jahren zu erwarten.<sup>39</sup> So sollen 2009 weltweit ca. 3,6 Bio. USD von Staatsfonds verwaltet worden sein.<sup>40</sup> Aktuelle Prognosen gehen von einem rasanten Anstieg auf mehr als 12 Bio. USD bis 2015 aus.<sup>41</sup> SWFs verwalten schon jetzt mehr Kapital als Private Equity-Unternehmen und Hedge Fonds zusammen.<sup>42</sup> Der prognostizierte Anstieg bis zum Jahre 2015 würde zu einer Verwaltung von mehr als 10 Prozent aller weltweit verfügbaren Finanzmittel führen.<sup>43</sup> Während dieses Wachstum infolge der hohen

<sup>38</sup> S. *Dirwan*, *Geopolitics* 14 (2009), 345, 352 f., und *Helleiner/Lundblad*, *German Policy Studies* 4 (2008), 59, 66, unter spezifischem Verweis auf Japan und Saudi Arabien.

<sup>39</sup> S. Mitteilung der Kommission, „Ein gemeinsames europäisches Vorgehen gegenüber Staatsfonds“, KOM(2008) 115 endg., S. 2 unter Zusammenfassung zahlreicher Prognosen. Diese Einschätzung hat mehrere Ursachen. Neben dem bereits angesprochenen Trend und der positiven Erfahrung anderer Staaten und den zu erwartenden Nachahmungseffekten führt die Entwicklung des Ölpreises zu weiteren Devisenüberschüssen, die v.a. den arabischen SWFs zugutekommen werden. Auch die rasante Entwicklung der Schwellenländer und deren zunehmendes Bedürfnis nach Rohstoffen, die auf eigenen Hoheitsgebiet nicht vorhanden sind, wird diese Entwicklung weiter verstärken, vgl. *Slawotsky*, 40 *Geo. J. Int'l L.* (2009), 1239, 1245 f.

<sup>40</sup> S. *Kern*, *Investitionspolitik*, S. 1.

<sup>41</sup> Vgl. *Bassan*, *EBLR* 2010, 165. Ebenso *Bahgat*, *International Affairs* 84 (2008), 1189. Eine vorsichtiger Schätzung von *Kern*, *Investitionspolitik*, S. 1, geht „lediglich“ von einem Anstieg des verwalteten Volumens auf bis zu 10 Bio. USD bis zum Jahre 2015 aus. Diese Einschätzung teilen *Beck/Fidora*, *EBOR* 10 (2009), 353, 359. Der IWF rechnet mit einem Anstieg auf 6–10 Bio. USD bis 2013, *Standard Chartered* prognostiziert 13,4 Bio. USD in der nächsten Dekade, vgl. zusammenfassend m.w.N. *Slawotsky*, 40 *Geo. J. Int'l L.* (2009), 1239. Neben dem aktuellen Bestand wurden Pläne über neue Fonds aus Japan und Indien bekannt, vgl. *Gieve*, *Global Imbalances*, S. 2 und *Reed*, 4 *Va. L. & Bus. Rev.* (2009), 97, 100. Angola, Brasilien und Frankreich legten jüngst neue Staatsfonds auf, vgl. *Slawotsky*, 40 *Geo. J. Int'l L.* (2009), 1239, 1244 sowie ausführlich zum frz. Staatsfonds unter D.I.2.b). Vgl. auch die Liste weiterer SWFs bei *Kern*, *Investitionspolitik*, S. 5, Abb. 2. Eine weitere Liste möglicher Ausdehnungen des Marktes führen *Avendaño/Santiso*, *Comparison*, S. 5, auf. Insbesondere ein zunehmender Transfer von Währungsreserven aus der Zentralbankverwaltung wird erwartet. Die Tabelle 2 bei *Truman*, *Scoreboard*, S. 4, zeigt das Potenzial der Staaten mit den größten Währungsreserven, in Zukunft noch größere Fonds aufzulegen und bestehende Fonds weiter auszubauen. So könnte allein die *CIC* in den nächsten Jahren ein Volumen von 1 Bio. USD erreichen, vgl. *Keller*, 7 *Geo. J.L. & Pub. Pol'y* (2009), 333, 339.

<sup>42</sup> S. *Hammen*, *WM* 2010, 1, der in diesem Zusammenhang v.a. betont, dass sich das Kapital der Hedge Fonds auf eine Vielzahl von Investitionsvehikeln verteilt, während sich der Staatsfondsmarkt aus ca. 50 Akteuren zusammensetzt sowie *Morgan Stanley Research* v. 04.04.2008, *Sovereign Wealth Funds and Chinese Financials*, S. 3 und 7, online abrufbar unter <http://www.morganstanley.com/views/perspectives/articles/1089c2dc-41a0-11de-a1b3-c771ef8db296.html> (abgerufen am 10.05.2011).

<sup>43</sup> Vgl. *Hammen*, *WM* 2010, 1 m.w.N. S. zur Entwicklung der Investitionen und dem ansteigenden Volumen auch die übersichtliche Darstellung bei *Meggison et al.*, *Patterns and*

## Sachverzeichnis

- Abu Dhabi Investment Authority 14–17, 20 f., 404, 406
- Alternative Investmentfonds  
(s. Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds und ESMA)
- Außenwirtschaftsgesetz  
(s. Außenwirtschaftsrecht)
- Außenwirtschaftsrecht
- Alte Rechtslage 84 ff.
  - Anordnung von Maßnahmen 94
  - Außenwirtschaftsgesetz und Außenwirtschaftsverordnung 83 ff.
  - Erfasste Transaktionen 87 f.
  - Europarechtskonformität 96 ff.
  - Kontrollverfahren 90 ff.
  - Kritik 116 ff.
  - Neue Rechtslage 86 ff.
  - Persönlicher Anwendungsbereich und Mindestbeteiligungen
  - Rechtsschutz 95 f.
  - Reformvorschlag 369 ff.
  - Sanktionen 95
  - Umgehung 89 f.
  - Unbedenklichkeitsbescheinigung 92 f., 408 f.
  - Untersagung 94
  - Zuständigkeit des BMWi 90 f.
- Außenwirtschaftsverordnung  
(s. Außenwirtschaftsrecht)
- Autonomie (s. Völkerrecht)
- Bankrecht 178–180
- Begriffsbeschreibung (s. Definition)
- Bilaterale Abkommen (s. Völkerrecht)
- BITs (s. Völkerrecht, Bilaterale Abkommen)
- Buchführungspflichten (s. Transparenzregelungen)
- CFIUS (s. Rechtsvergleich, USA)
- Change of control-Klauseln  
(s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Cheapest cost avoider  
(s. Reformvorschlag, Kosten)
- China Investment Corporation 28, 37, 39 f., 404, 406
- Code de Commerce (s. Rechtsvergleich, Frankreich)
- Code Monétaire et Financier  
(s. Rechtsvergleich, Frankreich)
- Code of Good Practices on Fiscal Transparency (s. Völkerrecht, IWF-Kodizes)
- Code of Liberalisation of Capital Movements (s. Völkerrecht, OECD-Kodex)
- Committee on Foreign Investment in the United States (s. Rechtsvergleich, USA)
- Commodity Funds 26, 42
- Corporate Governance 50 f., 57 f., 65–67, 72–74, 231 f., 303 f., 356 f.
- Crown jewel defense (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Daseinsfürsorge 113 f., 149 f., 298 f.
- Declaration on Sovereign Wealth Funds  
(s. Völkerrecht, OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds)
- Defense Production Act  
(s. Rechtsvergleich, USA)
- Definition (s. Staatsfonds)
- Dekret Nr. 2005–1739  
(s. Rechtsvergleich, Frankreich)
- Deutschlandfonds  
(s. Regulierungsvorschläge)

- Devisen 39 f.
- EFTA 89
- English Summary 382 ff.
- Entflechtung 153 f.
- Entwicklungsfonds 27 f.
- Entwurf einer Transparenzverordnung 386 ff.
- EnWG (s. Regulierungsrecht)
- Erpressung (s. Strafrecht)
- Erwerbsverbote 82 ff., 369 ff.
- ESFS (s. Reformvorschlag, Institutioneller Rahmen für Transparenzregelung und 414)
- ESMA
- Aufgaben 336
  - Aufsichtskollegien 338
  - Erfassung von Systemrisiken 345
  - Gemeinsame Aufsicht, Vergleichsanalysen 344 f.
  - Regelungsbefugnisse 339 ff.
  - Übersichtsgrafik 414
  - Überwachung der Ratingagenturen 345 f.
  - Umsetzung des Transparenzregimes 346 ff.
  - Verbot bestimmter Aktivitäten 345
  - Zusammensetzung 336 f.
- ESRB (s. Reformvorschlag, Institutioneller Rahmen für Transparenzregelung und 414)
- Ethische Investitionsziele 19 f., 43 f., 61–63
- Europäische Freihandelsassoziation (s. EFTA)
- Europäische Kommission (s. Kommissionsvorschlag für die Behandlung von Staatsfonds)
- Exon-Florio-Amendment (s. Rechtsvergleich, USA)
- FINSA (s. Rechtsvergleich, USA)
- Fonds Stratégique d'Investissement (s. Rechtsvergleich, Frankreich)
- Foreign Investment and National Security Act (s. Rechtsvergleich, USA)
- GAPP (s. Völkerrecht, Santiago Principles)
- GATS (s. Völkerrecht, WTO-Abkommen)
- Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds (s. Völkerrecht, Santiago Principles)
- Generationengerechtigkeit 42
- Gesellschaftsrechtliche Einflussnahmemöglichkeiten
- Aufsichtsrat 167 f.
  - Geschäftsleitung 166 f.
  - Hauptversammlung 161 ff.
  - Missbrauchsschranken 168 ff., 170 ff.
- Gesetzesfolgenabschätzung (s. Reformvorschlag, Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe)
- Gewährleistungsverantwortung 113 f., 147 ff., 158, 293 f., 307 ff.
- Gewerberecht 181 f.
- Gilson und Milhaupt (s. Regulierungsvorschläge, Verlust der Stimmrechte für Staatsfonds)
- Golden parachutes (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Golden shares (s. Regulierungsvorschläge, Staatliche Sonderrechte)
- Goldene Aktien (s. Regulierungsvorschläge, Staatliche Sonderrechte)
- Government Pension Fund Global 17–21, 404, 406
- Grundfreiheiten (s. Außenwirtschaftsrecht, Europarechtskonformität)
- Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (s. Völkerrecht, OECD-Kodex)
- Handelsrecht (s. Transparenzregelungen)
- Hedge Fonds 33–36
- Heritage Funds (s. Sparfonds)
- Höchststimmrechte (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Holländische Krankheit 37–39, 40 f.

- Industry Act 1975 (s. Rechtsvergleich, Vereinigtes Königreich)
- Institutionelle Investoren 28 f.
- Internationale Regelung  
(s. Reformvorschlag, Bestimmung der Regelungsebene)
- Investitionsstrategien (s. Staatsfonds)
- Kapitalallokation (s. Staatsfonds, Chancen)
- Kapitalerhöhung (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Kapitalmarktrechtliche Grenzen der Einflussnahme 175 f.
- Kapitalverkehrsfreiheit  
(s. Grundfreiheiten)
- Kartellrecht  
– Deutsches Kartellrecht 137 ff.  
– EU-Kartellrecht 127 ff.  
– Sanktionen 129–131, 137, 143–145  
– Verfahren 135 f., 142 f.
- Kommissionsvorschlag für die Behandlung von Staatsfonds 214–217
- Komparative Kosten, Theorem 46 f.
- Kontrollatbestand  
– AWG 87–90  
– Bankensektor (KWG) 178–180  
– Fidium Finanz-Entscheidung 104 f.  
– Frankreich 255 ff.  
– GATS 222  
– Kapitalverkehrsfreiheit 100  
– Kartellrecht 126 ff., 132 ff.  
– Kritik 120–122  
– Niederlassungsfreiheit 102  
– Publizitätspflichten (WpÜG und AWG) 206 ff., 211 f.  
– Reformvorschlag 372 f.  
– USA 243 ff.  
– Vereinigtes Königreich 264 ff.
- Konzernrechtliche Missbrauchsschranken 174 ff.
- Kosten (s. Reformvorschlag, Kosten)
- KWG (s. Bankrecht)
- Lender of last resort  
(s. Stabilisierungsfunktion)
- Markt der Staatsfonds 5–13  
– Anlagepolitik 7–11  
– Prominente Transaktionen 11–13  
– Verbreitung 5 f.
- Markt der Unternehmenskontrolle 273 f., 319–321
- Mehrstimmrechte (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (s. Transparenzregelungen)
- Mittelherkunftsbericht  
(s. Transparenzregelungen)
- Nationale Champions 304–306
- Niederlassungsfreiheit  
(s. Grundfreiheiten)
- Non Commodity Funds  
(s. Renewable Funds)
- Non Renewable Funds  
(s. Commodity Funds)
- Nötigung (s. Strafrecht)
- Novellierungsvorschlag für § 7 AWG und § 53 AWV 399 ff.
- OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds (s. Völkerrecht)
- OECD-Kodex (s. Völkerrecht)
- Öffentliche Güter 312 f.
- Öffentliche Hand  
– Pensionsfonds 33  
– Verstaatlichung 56  
– Wirtschaftliche Betätigung 30–32
- Öffentliche Ordnung (s. Öffentliche Sicherheit)
- Öffentliche Sicherheit 87 f., 91–93, 107 ff., 118 f., 123 f., 132 f., 177, 255 ff., 261 f., 298 f., 369 f., 378 f., 399 ff.
- Pac Man defense (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Pensionsfonds (s. Öffentliche Hand)
- Planwirtschaft (s. Verstaatlichung)
- Politischer Missbrauch 53 ff., 67–70
- Protektionismus 44, 124 f., 321 ff.

- Publizität (s. Transparenzregelungen)
- Ratingagenturen (s. ESMA, Überwachung der Ratingagenturen)
- Rechnungslegung (s. Staatsfonds)
- Rechtliche Strukturen (s. Staatsfonds)
- Rechtsschutz 95 f.
- Rechtsvergleich
- Frankreich 255 ff.
  - USA 243 ff.
  - Vereinigtes Königreich
- Reformvorschlag
- Ausformulierte Reformvorschläge 386 ff.
  - Begründung staatlicher Eingriffe in den Markt 306 ff.
  - Bestimmung der Regelungsebene 325 ff.
  - Duales Konzept 328 ff.
  - Europäische Transparenzregelung 329–331
  - Institutioneller Rahmen für Transparenzregelung 333 ff.
  - Kosten 316 ff.
  - Materieller Regelungsgehalt 352 ff.
  - Modifikation des Außenwirtschaftsrechts 331–333
  - Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe 297 ff.
  - Regelungsadressaten 351 ff.
  - Transparenzregime 353 ff.
  - Untersuchungsbefugnisse 369 ff.
  - Wahl des Rechtsakts 349 f.
  - Zielsetzung 298 ff.
- Regulierungskonzept (s. Reformvorschlag)
- Regulierungsrecht
- Ansätze in der Verfassung 149 f.
  - Bedeutung für SWF-Debatte 147 f.
  - EnWG 150 ff.
- Regulierungsvorschläge
- Deutschlandfonds 268 f.
  - Einsatz externer Fondsmanager 277 ff.
  - Fortentwicklung der GAPP 280 ff.
  - Selbstschutz betroffener Unternehmen 282 ff.
  - Staatliche Sonderrechte 269 ff.
- Verlust der Stimmrechte für Staatsfonds 274 ff.
- Renewable Funds 26, 37–39
- Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds 217–219
- Risikodiversifizierung (s. Systemische Risiken)
- Risikodiversifizierung 42
- Risikofaktoren (s. Staatsfonds, Risiken)
- Risikomanagement (s. Systemische Risiken)
- Rückwerb eigener Anteile (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Sanktionen (s. Außenwirtschaftsrecht, Sanktionen)
- Santiago Principles (s. Völkerrecht, Santiago Principles)
- Savings Funds (s. Sparfonds)
- Schlüsselindustrie (s. Schlüsselsektoren)
- Schlüsselsektoren 8, 53–56, 67–70, 112–115, 123 ff., 149 f., 214 ff., 255 ff., 269 ff., 370 f.
- Schlüsselunternehmen (s. Schlüsselsektoren)
- Securities Exchange Act (s. Rechtsvergleich, USA)
- Selbstregulierung (s. Reformvorschlag, Begründung staatlicher Eingriffe in den Markt)
- Sparfonds 27, 43
- Special Data Dissemination Standard (s. Völkerrecht, IWF-Kodizes)
- Staatsbetrieb (s. Öffentliche Hand)
- Staatsfonds
- Auflistung der größten S. 404 f.
  - Chancen 46 ff.
  - Definition 23–26
  - Empirische Studien 44 ff.
  - Investitionsstrategien 43 ff.
  - Klassifizierung 26 ff.
  - Rechnungslegung 22 f.
  - Rechtliche Strukturen 21 f., 406 f.
  - Risiken 53 ff.
  - Transparenz 15, 58 f., 61–63, 67, 77–79, 187 ff., 325–327, 318 f., 346 ff.

- Staatsunternehmen (s. Öffentliche Hand)
- Stabilisierungsfonds 27
- Stabilisierungsfunktion 48 f., 64 f.
- Staffelung von Amtszeiten  
(s. Regulierungsvorschläge,  
Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Staggered board (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Stimmrechtslose Vorzugsaktien  
(s. Regulierungsvorschläge,  
Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Störung der Finanzmarktmechanismen  
61–63, 77–79
- Strafrecht
- Erpressung 183 f.
  - Nötigung 183 f.
  - Untreue 184 f.
- Strategiebericht  
(s. Transparenzregelungen)
- Strategiefonds  
(s. Rechtsvergleich, Frankreich)
- Systemische Risiken 34 f., 49, 58 f., 63 f.,  
75 f., 232–234, 300 f., 344–346, 360 f.,  
368 f.
- Technische Regulierungs- und  
Durchführungsstandards  
(s. ESMA, Regelungsbefugnisse)
- Transparenz (s. Staatsfonds)
- Transparenzregelungen
- § 13(d) Securities Exchange Act 250 ff.
  - § 27a WpHG 187 ff.
  - Aktienrechtliche Meldepflichten 201 ff.
  - AWG und AWW 211 f.
  - Frankreich 260 ff.
  - Handelsrechtliche  
Buchführungspflichten 200
  - Kritik 196 ff.
  - Reformvorschlag 353 ff.
  - Santiago Principles 228 ff.
  - Selbstregulierung 310 ff.
  - WpHG 203–205
  - WpÜG 205 ff.
- TRIMS (s. Völkerrecht,  
WTO-Abkommen)
- TRIPS (s. Völkerrecht,  
WTO-Abkommen)
- Unbedenklichkeitsbescheinigung  
(s. Außenwirtschaftsrecht,  
Unbedenklichkeitsbescheinigung)
- Unbundling (s. Entflechtung)
- Untersagungsbefugnisse  
(s. Erwerbsverbote)
- Untreue (s. Strafrecht)
- USA (s. Rechtsvergleich, USA)
- Veröffentlichungspflichten  
(s. Transparenzregelungen)
- Versorgungssicherheit 109–112, 152 ff.,  
254 ff., 400
- Verstaatlichung (s. Öffentliche Hand)
- Verteidigungsmöglichkeiten der  
Zielgesellschaft (s. Regulierungsvorschläge, Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Verwaltungsfonds 28
- Vinkulierung von Aktien  
(s. Regulierungsvorschläge,  
Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Völkerrecht
- Autonomie 219 f.
  - Bilaterale Abkommen 221
  - IWF-Kodizes und SDDS 225 ff.
  - OECD Declaration on Sovereign  
Wealth Funds 238 f.
  - OECD-Kodex und Corporate  
Governance Richtlinie 223 ff.
  - Santiago Principles 228 ff., 410 ff.
  - Völkergewohnheitsrecht 220
  - WTO-Abkommen 221 f.
- Währungsgleichgewicht 40 f., 59 f.
- Wandel- und Optionsanleihen  
(s. Regulierungsvorschläge,  
Selbstschutz betroffener Unternehmen)
- Weißer Ritter (s. Regulierungsvorschläge,  
Deutschlandfonds und Selbstschutz  
betroffener Unternehmen)
- WpHG (s. Transparenzregelungen)
- § 27a WpHG (s. Transparenzregelungen)
- WpÜG (s. Transparenzregelungen)
- WTO-Abkommen (s. Völkerrecht)
- Zentralbanken 29 f.
- Zusammenfassung der Arbeit 379 ff.