

Rolf Jungnickel

Direktinvestitionen – ein problematischer Standortindikator

Die deutsche Direktinvestitionsstatistik weist für das erste Quartal 2000 einen Kapitalzufluß in Höhe von über 300 Mrd. DM aus, wertmäßig mehr als irgendein europäisches Land jemals an Inward-Direktinvestitionen in einem Jahr erhalten hat. Ist dies das Come back des Standorts Deutschland? Was sagt der Indikator „Direktinvestitionen“ aus?

Auch deutsche Unternehmen und Standorte sind intensiv in diesen Prozeß einbezogen. Inward- wie Outward-Direktinvestitionen haben in den letzten Jahren Rekordwerte erreicht. Die Tabelle zeigt dies für die Strom- und die Bestandswerte. Sie läßt erkennen, daß nicht nur die traditionell außerordentlich expansiven Direktinvestitionen deutscher Unternehmen im Ausland weiter kräftig zugelegt haben, vor allem wegen einiger Großakquisitionen (u.a. DaimlerChrysler). Auch die Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland verzeichnen einen enormen Anstieg. Lagen die Zuflüsse in den frühen 90er Jahren noch im einstelligen Milliarden-Bereich – teilweise wurden sogar Netto-Abflüsse verzeichnet –, so flossen 1998/1999 Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Höhe von 37 bzw. 97 Mrd. DM nach Deutschland. Ein historischer Höhepunkt wurde im ersten Quartal des laufenden Jahres mit Zuflüssen in Höhe von rund 330 Mrd. DM erreicht. Das waren mehr als in den vergangenen 30 Jahren insgesamt an Direktinvestitionszuflüssen registriert worden sind und wertmäßig mehr als irgendein europäisches Land jemals an Inward-Direktinvestitionen in einem Jahr erhalten hat. Im wesentlichen ist dieser Wert auf die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone zurückzuführen.

Angesichts dieses Umschwungs bei den einfließenden Direktinvestitionen stellt sich die Frage, inwieweit darin eine nachhaltige Verbesserung der deutschen Standortbedingungen zum Ausdruck kommt. So wie in den frühen 90er Jahren der fehlende Zustrom ausländischer Direktinvestitionen oftmals als Indikator für Standortchwäche herangezogen wurde, könnte man nunmehr in die umgekehrte Richtung argumentieren. Dies liegt nahe, wenn man davon ausgeht, daß Direktinvestitionen – ebenso wie inländische Anlageinvestitionen – mit Standortentscheidungen für Wertschöpfung und Beschäftigung verbunden sind und daß die Entscheidung für einen Standort eine Entscheidung gegen alternative Standorte bedeutet.

Als Grundlage einer derartigen Argumentation erscheint die Statistik der Direktinvestitionen allerdings nur bedingt geeignet. Dafür sind vor allem drei Faktoren maßgeblich. Erstens richten sich Direktinvestitionen nicht nur an den nationalen Standortvorteilen aus, und sie tragen auch nicht unbedingt zur wirtschaftlichen Dynamik im Gastland bei. Zweitens bestehen große konzeptionelle Unterschiede zwischen den Staaten in der Erfassung der Direktinvestitionen, so daß die Position eines Landes im Vergleich zu anderen nicht eindeutig zu bestimmen ist. Drittens sind die ausgewiesenen Direktinvestitionswerte schwierig der Höhe und der Struktur nach zu interpretieren, da ihre Erfassung von unternehmensstrategischen Aspekten beeinflusst wird und ihnen keine entsprechend abgegrenzte inländische Bezugsgröße gegenübergestellt werden kann; insbesondere sind Direktinvestitionen keineswegs mit entsprechenden realen Investitionen im Anlageland gleichzusetzen.

Standortvorteile nur ein Bestimmungsfaktor

Daß die internationalen Direktinvestitionen nicht (nur) den nationalen Standortvorteilen im internationalen Wettbewerb folgen, ergibt sich schon aus den gängigen theoretischen Ansätzen zur Erklärung von Direktinvestitionen. Diese können danach ebenso gut der weitergehenden Nutzung unternehmensspezifischer Wettbewerbsvorteile und der Realisierung von Skalenvorteilen dienen. Zudem müssen sich die Standortvorteile nicht zwingend auf die Vorteile des Gastlandes im internationalen Wettbewerb beziehen; sie können auch im Absatzpotential liegen und inso-

¹ Vgl. z.B. Th. Jost: Direktinvestitionen und Standort Deutschland, Diskussionspapier 2/97, Deutsche Bundesbank; Frankfurt 1997; H. H. Härtel, R. Jungnickel et al.: Strukturprobleme einer reifen Volkswirtschaft in der Globalisierung, Baden-Baden 1998, S. 93 f.; M. Stephan, E. Pfaffmann, a.a.O. (im Kasten).

² Fast 40% der zwischen 1996 und 1999 ausgewiesenen Zuflüsse an Direktinvestitionen stammen aus der seit 1996 einbezogenen Gewährung kurzfristiger Kredite.

Direktinvestitionsstatistiken

Die internationale Unternehmensverflechtung wird auf nationaler und sektoraler Ebene durch die Statistiken der Direktinvestitionen dargestellt¹. Denn Direktinvestitionen sind definiert als Einsatz von Eigenkapital (einschließlich reinvestierte Gewinne) und Gesellschafterdarlehen zum Zwecke der dauerhaften Kontrolle eines ausländischen Unternehmens oder zur Kapitalaufstockung eines bereits kontrollierten Unternehmens². „Kontrolle“ wird ab einer bestimmten Beteiligungshöhe unterstellt; international setzt sich zunehmend eine Schwelle von 10% durch, sie wird seit 1999 auch in Deutschland zugrunde gelegt (vorher 20%). Amtliche Statistiken erfassen die Direktinvestitionen entweder unter Zahlungsbilanzgesichtspunkten als Kapitaltransfer in einem Zeitraum (Transfer-, Strom- oder auch Flow-Statistiken) oder als Bestand des bis zu einem Zeitpunkt investierten Kapitals (Bestands- oder auch Stock-Statistik). Die Transferstatistik enthält den vollen für eine Beteiligung oder Übernahme entrichteten Kaufpreis, in dem sich die gesamten in- und ausländischen Vermögenswerte und die Ertragsaussichten niederschlagen. Sie ist insofern weiter abgegrenzt als die Bestandsstatistik, die sich nur aus Eigenkapital (einschließlich reinvestierte Gewinne) und konzerninternen Krediten in der Bilanz der Investitionsobjekte ergibt. Die Bestandsstatistik enthält daher die Buchwerte der Investitionsobjekte, die insbesondere bei Firmenübernahmen meist weit niedriger sind als die Transferwerte. Sie hat jedoch den Vorteil, daß sie bei weitem nicht so revisionsanfällig ist³. Zudem kann ihre Erhebung mit der Gewinnung anderer aussagekräftiger Bilanz- und operationaler Daten der Investoren und Investitionsobjekte verbunden sein. Neben diesen amtlichen Statistiken wird zunehmend Gebrauch gemacht von nicht-amtlichen Zusammenstellungen der Anzahl und der Transaktionswerte von internationalen Unternehmenszusammenschlüssen (Mergers&Acquisitions, M&A). Diese Statistiken werden primär von Unternehmensberatungsgesellschaften und Fachzeitschriften erstellt. Sie sind nur begrenzt mit der amtlichen Transferstatistik vergleichbar, da sie unsicher sein können in bezug auf Vollständigkeit, praktische Realisierung, Wert und zeitliche Zuordnung der einbezogenen Transaktionen.

Insgesamt zeigt sich, daß die unterschiedlichen Statistiken nur sehr begrenzt miteinander vergleichbar sind.

¹ Zur Diskussion von Maßen zur Internationalisierung auf Unternehmensebene siehe z.B. Christoph Dörrenbächer: Measuring corporate internationalisation, in: *Intereconomics*, Vol. 35, Mai/Juni 2000, S. 119-126.

² Zur Definition der Direktinvestitionen in den nationalen und internationalen Statistiken siehe z.B. OECD: *Detailed Benchmark definition of foreign direct investment*, Paris 1995; und M. Stephan, E. Pfaffmann: *Detecting the pitfalls of data on foreign direct investment: Scope and limits of FDI data*, erscheint in *Management International Review*.

³ Angesichts von Revisionen in Höhe von oftmals über 100% bieten sich ökonomische Analysen der flows von selbst.

weit wenig mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu tun haben. Dies wird an dem hohen Gewicht der Dienstleistungen in den Direktinvestitionen deutlich. Das zwischen 1996 und 1998 ausgewiesene Wachstum der deutschen Direktinvestitionen (Bestand) ist nur zu rund einem Drittel auf die besonders stark im internationalen Wettbewerb stehende Industrie zurückzuführen.

Auf konzeptionelle Unterschiede zwischen den nationalen Statistiken ist schon häufig hingewiesen worden⁴. Sie betreffen vor allem die Flow-Statistik. Die deutsche Statistik weist die DI-Zuflüsse deutlich niedriger aus als die Statistik der entsprechenden Herkunftsländer; teilweise ergeben sich Unterschiede von weit über 100%. Insoweit konnte der traditionelle Rückstand nie (voll) als Indikator für schlechte Standortqualität in Deutschland angesehen werden. Die Differenzen resultieren wesentlich aus der unterschiedlichen Erfassung reinvestierter Gewinne und konzerninterner Kredite. Dies wird an der Entwicklung seit 1996 deutlich: Seitdem die deutsche Statistik auch kurzfristige Kredite einbezieht, sieht das Bild bei den Inward-Direktinvestitionen wesentlich günstiger aus (vgl. die Tabelle)².

Auch wenn man die Probleme der internationalen Vergleichbarkeit unberücksichtigt läßt, bleibt die Interpretation der Direktinvestitionsdaten schwierig, da keine vergleichbar abgegrenzte inländische Größe statistisch erfaßt wird. Die Direktinvestitionsstatistik bezieht sich auf die vom Auslandsinvestor zur Verfügung gestellten Finanzmittel. Es sind keine Rückschlüsse auf deren Verwendung möglich. Die Statistik liefert daher einerseits ein unvollständiges Bild der wirtschaftlichen Aktivitäten auslandskontrollierter Unternehmen im Inland, soweit Investitionsprojekte durch Dritte finanziert werden, etwa durch lokal aufgenommene Kredite. Dieser Faktor kann insbesondere bei gewichtigen und langjährig bestehenden Auslandsbeteiligungen von erheblicher Bedeutung sein. Da Deutschland ein traditionell gewichtiger Standort für ausländische Investoren ist, dürfte auch die Unterschätzung der Auslandsinvestitionen in Deutschland gewichtiger sein als die Unterschätzung der deutschen Outward-Direktinvestitionen.

³ Vgl. Michael Wortmann: Zur Logik von Wachstum und Restrukturierung multinationaler Unternehmen – ein kritischer Beitrag zum Globalisierungsdiskurs, in: C. Dörrenbächer, D. Pletwe (Hrsg.): *Grenzenlose Kontrolle? Organisatorischer Wandel und politische Macht multinationaler Unternehmen*, Berlin, Mai 2000; und UNCTAD: *World Investment Report 1999*, New York und Genf 1998.

⁴ In der Regel wird der Investor umfassende Effizienz- und Rentabilitätssteigernde Maßnahmen ergreifen, schon um die Prämie, die er dem Voreigentümer zahlen muß, zu verdienen.

**Direktinvestitionsverflechtung
der deutschen Wirtschaft 1991-I/2000**
(in Mrd. DM)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	I/2000
Transfers p.a.										
Ausfließend	38	29	28	31	57	76	71	160	182	60
Einfließend	8	-3	1	12	17	10	19	37	97	330
Bestand										
Deutsche Direktinvestitionen im Ausland	263	288	321	350	385	452	554	620	-	-
Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland	188	193	201	216	238	253	285	333	-	-

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Auf der anderen Seite überzeichnet die Direktinvestitionsstatistik die mit den Auslandsengagements in Gang gesetzten Anlageinvestitionen, soweit die Mittel für nicht-investive Zwecke eingesetzt werden.

Diese Schwächen des Standortindikators „Direktinvestitionen“ werden gerade in jüngster Zeit wesentlich verstärkt durch die Präferenz international orientierter Investoren für M&A und für die Einrichtung von Holdinggesellschaften. Beides hat höchst unsichere statistische und ökonomische Folgen.

M&A und Holdings als „Störfaktoren“

Die Direktinvestitionsbeziehungen mit Industrieländern werden weitgehend durch M&A geprägt⁵. Diese sind zwar nicht nur als reiner Eigentumsübergang anzusehen⁶, gerade bei der Übernahme wettbewerbsfähiger Unternehmen ist jedoch kaum davon auszugehen, daß der neue Eigentümer unmittelbar massive Investitionen in Gang setzt, schon gar nicht in Höhe der oftmals durch übersteigerte Erwartungen hochgetriebenen Transaktionswerte. Angesichts der Tendenz zur Finanzierung von Zusammenschlüssen durch Aktientausch kann es sein, daß mit Direktinvestitionen – auch größten Ausmaßes – überhaupt kein Zufluß von Finanzmitteln ins Anlageland verbunden ist. Diese Art der Finanzierung wurde auch bei der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone praktiziert.

⁵ M&A der genannten Art führen im übrigen auch zu einem Auseinanderlaufen von Strom- und Bestandsstatistiken. In die Stromstatistiken geht der tatsächliche Transaktionswert ein, in die Bestandsstatistik dagegen der weit niedrigere Buchwert des übernommenen Unternehmens.

⁶ Die Aufblähung der Direktinvestitionsstatistik durch den Vodafone-Deal, der hier nur beispielhaft als eine mögliche Konstruktion internationaler Unternehmensverflechtung dargestellt wird, hätte noch stärker ausfallen können, wenn Mannesmann von einem Großaktionär kontrolliert worden wäre. Hätte dieser durch den Aktientausch mehr als 10% der Vodafone-Aktien erhalten, wäre dies als eine deutsche Direktinvestition in Großbritannien erfaßt worden.

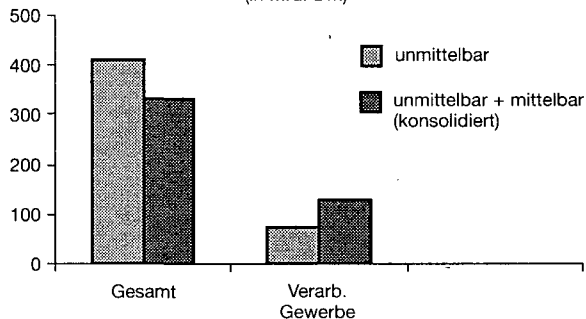
Die Mannesmann-Transaktion liefert auch ein Beispiel für weitere mögliche Auswirkungen von Zusammenschlüssen von Unternehmen, die schon vorher international orientiert waren, auf die Direktinvestitionsstatistiken der beteiligten Länder: Mit der Übernahme von Mannesmann hat Vodafone (vorerst) auch die Mannesmann-Direktinvestitionen übernommen, so auch die gewichtige britische Telekommunikationsgesellschaft Orange. Damit kann Orange – bis zur Weiterveräußerung und je nach rechtlicher Konstruktion des neuen Unternehmensverbundes – als ausländische Direktinvestition sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland in die jeweilige Statistik der Inward-Direktinvestitionen eingegangen sein. Beides wäre sachlich wenig gerechtfertigt und könnte leicht zu Mißinterpretationen führen⁷. Hätte Vodafone Orange direkt und nicht über den Umweg durch Mannesmann gekauft, so wäre (läßt man die zwischenzeitliche Weiterveräußerung von Orange unberücksichtigt) ökonomisch das gleiche Ergebnis entstanden – allerdings bei wesentlich niedriger ausgewiesenen Direktinvestitionen⁸. M&A können somit zur Aufblähung der statistisch ausgewiesenen Direktinvestitionen führen.

Ähnliche Interpretationsprobleme der Direktinvestitionsstatistiken können durch Holding-Konstruktionen und Verlagerungen des Firmensitzes entstehen. Wird der Sitz einer deutschen Gesellschaft ins Ausland verlagert, so wird aus einem deutschen Unternehmen rein statistisch ein auslandskontrolliertes, auch wenn keine Auswirkungen auf den Ort der operativen Tätigkeiten eintreten⁷. Als Folge der Aufspaltung des Hoechst-Konzerns und der Ansiedlung der Aventis-Zentrale in Straßburg werden die deutschen Unternehmensteile zu Tochtergesellschaften einer ausländischen Gesellschaft, obwohl nur wenige zentrale Funktionen nach Straßburg verlagert worden sind und die deutschen Anteilseigner maßgeblichen Einfluß auf den neuen Konzern ausüben. Die Übertragung deutscher Firmen auf Holdinggesellschaften im Ausland, etwa in den Niederlanden und der Schweiz oder an exotischen Standorten, scheint inzwischen bei deutschen Unternehmen verbreitet zu sein. Dies führt nicht nur zu einer Aufblähung der Inward- und der Outward-Direktinvestitionen, sondern auch zu entsprechenden Verzerrungen der Regionalstruktur.

⁷ Wird, wie im Falle Boehringer Mannheim, ein solches Unternehmen tatsächlich von einem ausländischen Investor übernommen, so bleibt diese Transaktion (von rund 19 Mrd. DM) statistisch ohne Einfluß auf die deutschen Inward-Direktinvestitionen, obwohl es sich dann um eine echte Direktinvestition handelt.

Unmittelbare und mittelbare Direktinvestitionen in Deutschland, Bestand 1998

(in Mrd. DM)



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Die Bildung von Holding-Gesellschaften im Inland kann zu Erfassungslücken führen, wenn Minderheitsbeteiligungen in die Beteiligungskette eingebaut werden. Ebenso kann sie die Direktinvestitionen durch strategische Verhaltensweisen aufblähen. Mittlerweile sind über die Hälfte der unmittelbaren Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen hierzulande in Holding-Gesellschaften angelegt (1998 waren es 229 von 410 Mrd. DM). Insbesondere Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes werden zunehmend in Holdings überführt. Offenbar erfolgt die Übertragung an die Holdings zu deutlich höheren Preisen, als es den bisherigen Buchwerten entspricht. Dies läßt die Struktur der gesamten Inward-Direktinvestitionen vermuten: Dort übersteigen die unmittelbaren Direktinvestitionen (in die Bilanzdaten der Holdings und nicht die der abhängigen Produktionsgesellschaften einfließen) deutlich das Niveau der konsolidierten mittelbaren und unmittelbaren Direktinvestitionen, aus denen die auf die Holdings entfallenden Werte herausgerechnet sind (vgl. die Abbildung). Die Investoren nutzen bei solchen Transaktionen Bewertungsspielräume für den Firmen-Good-Will und die Ertrags- und Wachstumsperspektiven. Auf diese Weise können bei den Voreigentümern im Ausland Gewinne anfallen, während in Deutschland wegen hoher Abschreibungen auf den Firmenwert längere Zeit reduzierte Gewinne oder Verluste ausgewiesen werden⁸. Die aus solchen Fällen resultierende statistische Ausweitung der Inward-Direktinvestitionen läßt sich offensichtlich nicht als Indikator für hohe Standortqualität interpretieren.

Schlußfolgerungen

Die Aussagefähigkeit der Direktinvestitionen im Hinblick auf die Standortqualität (und erst recht auf die ökonomischen Auswirkungen) wird durch eine Reihe von Faktoren stark beeinträchtigt: Investoren

orientieren sich nicht nur an der Nutzung von Standortvorteilen, Direktinvestitionen sind nicht mit Anlageinvestitionen gleichzusetzen, und die internationale Vergleichbarkeit ist begrenzt. Zudem bewirkt die Tendenz zu M&A anstelle von Neugründungen und zur Einschaltung von Holdings erhebliche Verzerrungen in der Statistik.

Ein Teil dieser Verzerrungen ließe sich vermeiden, indem bei den Inward-Direktinvestitionen nicht mehr auf die direkte Eigentumsverflechtung abgestellt würde, sondern auf den letztlich Eigentümer (UBO-Prinzip). Die prinzipielle Schwäche des Direktinvestitionsindikators – kein eindeutiger Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Aktivität des Investitionsobjekts – bliebe jedoch auch dann bestehen. Sie ließe sich nur durch die Verwendung anderer Indikatoren der Geschäftstätigkeit internationalisierter Unternehmen vermeiden. Im Rahmen der Bestandsstatistik erhebt die Bundesbank einige solcher Daten, der Stifterverband erhebt Angaben zur Forschung und Entwicklung. Im Interesse einer besser fundierten Analyse des Beitrags ausländischer Investoren zur inländischen Wirtschaftsentwicklung (wie auch der Rückwirkungen deutscher Investitionen im Ausland) erscheint es geboten, die statistische Erfassung der auslandskontrollierten Unternehmen (wie auch der deutschen Auslandsinvestoren und ihrer Auslandsbeteiligungen) weiter auszubauen. Zu denken wäre etwa an Angaben zu: den folgenden Bereichen: Beschäftigtenstruktur, Löhne, Gehälter; Wertschöpfung; internationale Leistungsverflechtung; Steuerzahlungen. Derartige Daten dürften relativ leicht durch Verknüpfung der Direktinvestitionsstatistik mit den entsprechenden amtlichen Statistiken zu erfassen sein. Angesichts des hohen wirtschaftlichen Gewichts internationalisierter Unternehmen erscheint die Weiterentwicklung der Direktinvestitionsstatistik in diese Richtung zumindest ebenso wichtig wie die weiteren Versuche einer internationalen Vereinheitlichung der Erfassungskonzepte. Sie könnte auch zur Klärung der Frage dienen, inwieweit man in einer großenteils internationalisierten Wirtschaft überhaupt noch zwischen in- und ausländischen Unternehmen unterscheiden kann und sollte. Die auf Effizienz und Rentabilität drängenden Investmentfonds und Megafusionen bereits internationalisierter Unternehmen könnten traditionelle Grenzen verschwimmen lassen.

⁸ Diese Interpretation scheint im übrigen der Sichtweise der Bundesbank zu entsprechen, die bereits 1997 auf die Unterschiede in der Entwicklung zwischen mittelbaren und unmittelbaren Direktinvestitionen hingewiesen hat. Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland von Ende 1993 bis Ende 1995, in: Monatsbericht Mai 1997, S. 69.