

Beitrag aus der Forschung

Thomas Junghanns und Jan Körnert*

Einflussmöglichkeiten von Staatsfonds auf die Bankensysteme der EU-Länder außerhalb des Euroraums

<https://doi.org/10.1515/pwp-2021-0053>

Zusammenfassung: Die geballte Finanzkraft in aller Welt agierender Investoren ist beeindruckend. Zu ihnen zählen Staatsfonds, die vielfach von autoritären Regimen geleitet und verwaltet werden. Eine Beteiligung dieser Fonds an Banken, die in anderen Ländern Schlüsselpositionen einnehmen, ist nicht auszuschließen. Konkret untersuchen Thomas Junghanns und Jan Körnert für die acht EU-Länder außerhalb des Euroraums, welche Banken dort Schlüsselpositionen einnehmen, ob beim Streben nach Macht einfache oder qualifizierte Mehrheiten an diesen Banken erworben werden können, ob Staatsfonds über ausreichend Vermögen verfügen, um solche Beteiligungen einzugehen, und wie hoch der Anteil am Staatsfondsvermögen dann wäre. Im Ergebnis zeigt sich unter anderem, dass vier Staatsfonds autoritärer Regime (China, Abu Dhabi, Saudi-Arabien, Kuwait) jeweils nicht einmal ein Drittel ihrer Vermögen einsetzen müssten.

JEL-Klassifikation: G21, G15

Schlüsselwörter: Staatsfonds, Bankensysteme, kritische Banken, Europäische Union, Demokratieindex, Bankbeteiligungen

1 Problemstellung, Zielsetzung und Aufbau des Beitrags

Sind Tauschwirtschaften als Geldwirtschaften organisiert, fällt Banken eine zentrale Rolle zu. Als Eckpfeiler von Geldwirtschaften betreiben sie den Zahlungs-, Kredit- und

Kapitalverkehr. Dabei arrangieren sie die Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation ganzer Volkswirtschaften. Sie können nach Schumpeter und Diamond als „Delegated monitor“ diese Funktionen vor dem Hintergrund vielfältiger Anreizprobleme kostengünstiger als andere ausüben (Schumpeter 1939 und Diamond 1984).

Bankensysteme verfügen als unerlässlicher Bestandteil heutiger Wirtschaftssysteme dort über großen Einfluss. Diesen Einfluss kann man nach Weber (1980) und Albert (1955) auch als Macht bezeichnen, denn ihr Einfluss gestattet Banken, soziale Prozesse im Sinne eigener Zielsetzungen zu beeinflussen oder sogar den eigenen Willen durchzusetzen. Solche Einflussmöglichkeiten enden jedoch nicht in den Wirtschaftssystemen von Ländern. Wegen der gegenseitigen Abhängigkeit von Wirtschaft und Politik in entwickelten Industriegesellschaften ist der Einfluss von Banken nicht nur in den Politiksystemen einzelner Länder spürbar, sondern kann auf supranationale Einheiten wie die Europäische Union (EU) ausgedehnt werden (Körnert 2019, S. 128–33).

Schlüsselbanken in Bankensystemen stellen für manche Investoren dann lohnende Ziele dar, wenn sie als Einfallstor zur Machtausübung dienen. Bankensysteme als Teil der kritischen Infrastrukturen eignen sich besonders gut zur Übertragung von Machtpotenzialen auf die Wirtschafts- und Politiksysteme. Die EU-8-Länder sind wiederum für solche Machtübertragungen prädestiniert, weil sie weniger zentral reguliert sind als die EU-19-Länder. Die geringere zentrale Regulierungsdichte sichert den EU-8-Ländern größere nationale Entscheidungsspielräume, die unliebsame Investoren nutzen können, um sich Zugang zur EU zu verschaffen. Diese größeren nationalen Entscheidungsspielräume reduzieren jedoch das Einflusspotenzial auf EU-Ebene nicht, da beispielsweise in der Außen- und Sicherheitspolitik EU-Beschlüsse einstimmig erfolgen müssen.

Auch wenn im Finanzsektor global eher unterdurchschnittliche Renditen auftraten, waren dort große Investitionen innerhalb der letzten beiden Jahrzehnte zu verzeichnen (Brett 2017). Große Investoren mit geballter

Thomas Junghanns, Universität Greifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Allg. BWL, Internat. Finanzmanagement & Kapitalmärkte, Friedrich-Loeffler-Straße 70, 17487 Greifswald, E-Mail: ThomasJunghanns@gmx.de

*Kontaktperson: Jan Körnert, Universität Greifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Allg. BWL, Internat. Finanzmanagement & Kapitalmärkte, Friedrich-Loeffler-Straße 70, 17487 Greifswald, E-Mail: koernert@uni-greifswald.de

Finanzkraft sind Staatsfonds. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) bezeichnet Staatsfonds als „pool of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve national objectives“ (Blundell-Wignall, Hu und Yermo 2008, S. 117f.). Damit sprach die OECD schon 2008 zwei zentrale Probleme von Staatsfonds unverblümt an: zum einen das Management von Staatsfonds durch Regierungen und zum anderen das Verfolgen nationaler Zielsetzungen. Ein von der Politik unabhängiges, rein an finanziellen Zielen ausgerichtetes Investitionsverhalten ist oft gar nicht oder nur zum Teil möglich oder gewollt. Besondere Brisanz entfaltet diese Tatsache, wenn autoritäre Regime Staatsfonds managen.¹ Um demokratische und rechtsstaatliche Strukturen zu schwächen, könnten sie nach Macht in den Banken-, Wirtschafts- und Politiksystemen anderer Länder streben, indem sie Beteiligungen an Banken aufbauen, die andernorts in Schlüsselpositionen agieren.

In der EU sind derzeit 27 Länder vereint, wobei acht Länder dem Euroraum nicht angehören (EU-8-Länder). Es handelt sich hierbei um Bulgarien, Dänemark, Kroatien, Polen, Rumänien, Schweden, Tschechien und Ungarn. Von den insgesamt 5.561 Banken der EU sind 1.109 Banken in den EU-8-Ländern beheimatet (Statista 2020a). Die Banken der EU-8-Länder werden von ihren nationalen Aufsichtsbehörden und nicht von der Europäischen Zentralbank (EZB) überwacht (EZB 2020a). Im vorliegenden Beitrag untersuchen wir für die EU-8-Länder,

- welche Banken dort Schlüsselpositionen einnehmen,
- ob beim Streben nach Macht einfache oder qualifizierte Mehrheiten an diesen Banken erworben werden können,
- ob Staatsfonds über ausreichend Vermögen verfügen, um solche Beteiligungen einzugehen,
- wie hoch der Anteil am Staatsfondsvermögen dann wäre.

Mit unserer Studie schalten wir uns in eine internationale Diskussion ein, die bei Alhasel (2015) dokumentiert ist und jüngst von Wang et al. (2021) in einen aktuellen und breiteren Zusammenhang gerückt wurde. Dabei geht es um die Frage, ob die Investitionsziele von Staatsfonds eher finanzieller oder politischer Natur sind. Wir werden bei dem Versuch, hierauf eine Teilantwort zu finden, die staats-

fondsverwaltenden Länder mit ihrem Demokratieindex konfrontieren.

Alhasel (2015, S. 8) bezieht sich in seiner Literaturstudie auch auf Balding (2008, S. 38), wonach noch immer unklar ist, ob die Finanzkraft von Staatsfonds ausreicht, um Märkte zu beeinflussen und politischen Schaden anzurichten. Diese Klarheit wollen wir mit unserer Analyse für die Bankensysteme der EU-8-Länder schaffen und dabei die Verbindung zu den Wirtschafts- und Politiksystemen im Auge behalten.

Bei der hier vorliegenden machtpolitisch-ökonomischen Analyse der Einflussmöglichkeiten von Staatsfonds stützen wir uns auf drei Vorstudien: In zwei Vorstudien haben wir für die fünf kleinsten EU-Länder Malta, Zypern, Estland, Lettland und Litauen erste Ergebnisse ermittelt (Körnert und Junghanns 2019, 2020). Diese Untersuchung haben wir in einer dritten Studie auf alle 19 Länder des Euroraums ausgedehnt (Junghanns und Körnert 2022a, 2022b). Anders als in der hier vorliegenden Studie konnten wir uns dabei einer Reihe wichtiger Vorarbeiten der EZB bedienen. So filtert die EZB beispielsweise für ihre Aufsichtszwecke bedeutende Banken heraus und reduziert damit von vornherein die Menge der in die Analyse einzubeziehenden Banken deutlich (EZB 2020b).

2 Staatsfonds, Machtpotenziale und kritische Banken

2.1 Zwecke und Ziele von Staatsfonds

Die OECD versteht Staatsfonds als in einzelnen Ländern zusammengefasstes Sondervermögen, das die jeweiligen Regierungen managen, um nationale Ziele zu erreichen (Blundell-Wignall, Hu und Yermo 2008, S. 117f., Koch-Weser und Haacke 2013, S. 45). Viele von ihnen sind erst in den vergangenen zwei Jahrzehnten entstanden. Beim überwiegenden Teil (55) der insgesamt 89 aktiven Staatsfonds in aller Welt speist sich das angesammelte Vermögen aus Rohstofffunden im Territorium des jeweiligen Landes. Die restlichen 34 Staatsfonds agieren als Nicht-Rohstofffonds und erwirtschaften ihr Vermögen durch Überschüsse in den Handels- und Zahlungsbilanzen, durch Devisengeschäfte oder Privatisierungen (SWFI 2019, Körnert und Junghanns 2021, S. 581).

Mit Staatsfonds werden spezifische Zwecke verfolgt, die ihre Mittelverwendung bestimmen. Typischerweise kategorisiert man sie – nicht immer ganz überschneidungsfrei – in Stabilisierungs-, Spar-, Rücklagen-, Entwicklungs- und Pensionsfonds. Stabilisierungsfonds dienen

¹ Koch-Weser und Haacke (2013) sowie Junghanns und Körnert (2022c) zeigen am Beispiel des größten chinesischen Staatsfonds CIC die engen Verquickungen zwischen autoritärer Regierung und Fondsmanagement.

vor allem dort dem Ausgleich von Preisschwankungen, wo Staatshaushalte stark von der Nachfrage einzelner Güter abhängen (beispielsweise bestimmte Rohstoffe oder Devisen). Mit Sparfonds soll vor dem Hintergrund endlicher Ressourcen der Wohlstand zukünftiger Generationen gesichert werden. Während Rücklagenfonds zur Verwaltung von Devisenreserven eingesetzt werden, bezwecken Entwicklungsfonds die langfristige Förderung sozio-ökonomischer Projekte (beispielsweise Infrastrukturprojekte). Mit Pensionsfonds will man dagegen die zunehmenden Pensionszahlungen, die als Folge des demografischen Wandels nicht nur in Industrieländern auftreten, besser steuern (Körnert und Junghanns 2021).

Der norwegische Staatsfonds ist ein in vielerlei Hinsicht interessantes Beispiel. Auf der einen Seite ist er ein repräsentatives Beispiel, da er einer der 40 Fonds der insgesamt 55 Rohstofffonds ist, die mit einer Öl- und Gasförderung verbunden sind. Mit Hilfe des Staatsfonds sollen die norwegischen Öleinnahmen so investiert werden, dass für die Zeit, in der die Erdölreserven der Nordsee zur Neige gehen, vorgesorgt ist (Nolte, Nolting und Sarau 2004, SWFI 2020a).

Tabelle 1: Staatsfondsvermögen und Demokratieindexrang der fondsverwaltenden Länder 2019

Länder mit Staatsfonds	Vermögen in Mrd. USD	Demokratieindex (167 Länder)	
		Rang	Regimtyp
1 China	1.658	153	autoritäres Regime
2 Norwegen	1.217	1	vollständige Demokratie
3 Abu Dhabi	932	145	autoritäres Regime
4 Singapur	815	75	unvollständige Demokratie
5 Saudi-Arabien	697	159	autoritäres Regime
6 Kuwait	592	114	autoritäres Regime
7 Hongkong	457	75	unvollständige Demokratie
8 Katar	328	128	autoritäres Regime
9 Dubai	210	145	autoritäres Regime
10 Malaysia	160	43	unvollständige Demokratie
11 Südafrika	160	40	unvollständige Demokratie
12 Russland	153	134	autoritäres Regime
13 Kasachstan	126	139	autoritäres Regime
14 Südkorea	122	23	vollständige Demokratie
15 Australien	102	9	vollständige Demokratie

Quelle: SWFI 2020a, Economist 2019, S. 10–14

Auf der anderen Seite ist der norwegische Staatsfonds alles andere als repräsentativ, wenn man die Nähe der staatsfondsverwaltenden Regierungen zu Demokratie und

Rechtsstaatlichkeit betrachtet. Eine solche Nähe drückt sich beispielsweise im Demokratieindex der britischen Wochenzeitschrift „The Economist“ (2019, S. 10–14 und 52ff.) aus, für den Länder folgenden vier Regimetypen zugeordnet werden: vollständige Demokratie, unvollständige Demokratie, Hybridregime, autoritäres Regime. Acht der 15 größten Staatsfonds in aller Welt zählen zu den autoritären Regimen (Tabelle 1). Im Gegensatz dazu ragt Norwegen als vollständige Demokratie, die im Index Rang 1 belegt, heraus.

Das Streben nach Gewinn ist keine Voraussetzung für eine Teilnahme am Wirtschaftsverkehr. Gerade Staatsfonds können es sich oftmals leisten, Renditeziele durch politische Ziele zu ersetzen (Wolff 2009, S. 28 f. und Weiss 2008, S. 1). So arbeitet zum Beispiel der norwegische Staatsfonds anhand von Ethik-Richtlinien, unter denen er aus Unternehmen desinvestiert, die Massenvernichtungswaffen herstellen, den Umweltschutz vernachlässigen oder Menschenrechtsverletzungen begehen (Wolff 2009, S. 38, Reiche 2008, S. 15, Vasudeva, Nachum und Say 2018, S. 1583, sowie Ayoubi und Enjolras 2020, S. 21). Diese Anlagestrategie ist Ausfluss des politischen Sendungsbewusstseins Norwegens: Die Corporate Governance des norwegischen Staatsfonds sieht vor, dass das norwegische Parlament den Rahmen für die Investitionen steckt und das norwegische Finanzministerium das Portfoliomanagement übernimmt (Norges Bank Investment Management 2019 sowie Vasudeva, Nachum und Say 2018, S. 1591).

Während man aus westlicher Sicht transparente, ethische und demokratisch-rechtsstaatliche Anlagestrategien präferiert, besteht die Gefahr, dass sich Staatsfonds autoritärer Regime ebenfalls Ziele setzen, ohne dabei jedoch analoge Werte zu verfolgen. Immer wieder scheitert die Beurteilung der Anlagestrategien von Staatsfonds autoritärer Regime schon an deren mangelnder Transparenz. Der Linaburg-Maduell-Transparency-Index zeichnet mit Blick auf die Staatsfonds autoritärer Regime ein erschreckendes Bild, wenn es um die Einhaltung schlichtester Mindestanforderungen an die Transparenz geht (Junghanns und Körnert 2022c, S. 16, SWFI 2020b sowie Koch-Weser und Haacke 2013, S. 37).

Aber selbst bei vorhandener Transparenz, wie wir sie in vollständigen Demokratien antreffen, ist eine plötzliche Zweckentfremdung von Staatsfonds möglich. Der spanische und der irische Staatsfonds zeigten in den vergangenen Jahren, dass sie gegen eine Zweckentfremdung nicht immun sind, obschon die Änderungen der Zweckbestimmung demokratisch legitimiert waren (Körnert und Junghanns 2021).

2.2 Erwerb und Übertragung von Machtpotenzialen

In diesem Kapitel geht es um die Mechanismen, die zum Erwerb von Machtpotenzialen im Bankensystem und zu ihrer Übertragung auf Wirtschafts- und Politiksysteme führen (Abbildung 1). Um Einfluss in Bankensystemen zu gewinnen, muss man sich eine Machtbasis an den Schlüsselbanken verschaffen. Für Investoren bieten dabei Eigenkapitalbeteiligungen eine überzeugende Basis. Das trifft vor allem auf qualifizierte Mehrheitsbeteiligungen mit über 75 Prozent am Grundkapital von Bankaktiengesellschaften zu. Nach den einschlägigen Vorschriften der Aktiengesetze eröffnen qualifizierte Beteiligungen das Recht auf Satzungsänderungen, auf Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen, auf Auflösung der Gesellschaft oder auf Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern. Aber auch schon einfache Mehrheitsbeteiligungen mit über 50 Prozent am Grundkapital gewähren eine Machtbasis, denn Beschlüsse, für die keine qualifizierten Mehrheiten erforderlich sind, werden auf der Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit verabschiedet. Wir wollen Machtpotenziale, die mit einfachen Mehrheiten einhergehen, als eingeschränkte Machtpotenziale bezeichnen. Analog ergeben sich aus qualifizierten Mehrheiten erweiterte Machtpotenziale.

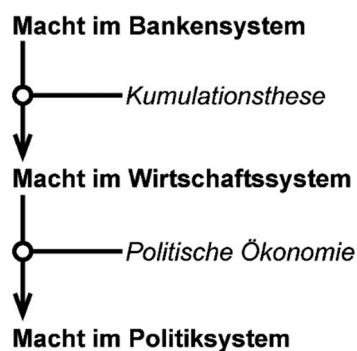


Abbildung 1: Erklärungsansätze zur Übertragung von Machtpotenzialen

Quelle: Eigene Darstellung

Für eine Mehrheitsbeteiligung an einer Schlüsselbank ist die Veräußerung entsprechender Anteile durch die gegenwärtigen Eigentümer erforderlich. Wenn eine Bank als Aktiengesellschaft firmiert, ist deren Akquisition umso einfacher, je höher der Anteil des Streubesitzes ist. Das resultiert aus den meist fehlenden strategischen Motiven von Kleinaktionären, die im Gegensatz zu institutionellen Investoren eher kurzfristig agieren (Guserl und Pernsteiner 2015, S. 584, sowie Buss 2010, S. 41–43). Wir nehmen da-

her an, dass Aktien im Streubesitz bei einem finanziell reizvollen Angebot vollständig übernommen werden können.

Ab wann ein Übernahmeangebot finanziell reizvoll ist, kann durch das Heranziehen historischer Kontrollprämien abgeschätzt werden. Die Kontrollprämie stellt den Preisaufschlag dar, den ein Investor über den Aktienkurs oder den Marktwert des Zielunternehmens hinaus bereit ist zu zahlen, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen. Verschiedene Studien ergaben durchschnittliche Kontrollprämien zwischen 15 und 40 Prozent, wobei die Prämien im Bank- und Finanzsektor am unteren Ende lagen, nämlich bei 15 bis 25 Prozent (Gilmour, Yates und Douglas 2017, S. 5 und 8, Kühnberger 2017, S. 284, sowie Risius 2007, S. 155). Um einen realistischen Kaufpreis zu ermitteln und gleichzeitig die Gefahr einer Bankübernahme nicht zu überschätzen, nehmen wir eine hohe Kontrollprämie von 25 Prozent der Marktkapitalisierung von Schlüsselbanken an.

Bei der Übertragung von Macht von einem Bankensystem auf das Wirtschaftssystem eines EU-Landes muss man sich die kontinentaleuropäischen Finanzierungsbeziehungen vor Augen halten. Sie sind im Gegensatz zur Kapitalmarktorientierung anglo-amerikanischer Provenienz traditionell sehr stark bankorientiert. Eine bankorientierte Finanzierung basiert auf Krediten und führt zu engen Beziehungen zwischen dem Kapitalgeber (Bank) und Kapitalnehmer (Unternehmen) (Schildbach 2017, S. 10, sowie Krahen und Schmidt 2004). Die Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“ untersuchte das Phänomen „Macht der Banken“ Ende der siebziger Jahre ausgiebig. Sie kam zu dem Ergebnis, dass der geballte Einsatz von vier Instrumenten die Machtübertragung vom Banken- auf das Wirtschaftssystem befördert, wobei man von einer Machtexistenz natürlich nicht unmittelbar auf einen Machtmissbrauch schließen darf (Studienkommission 1979, S. 12–21 und 74–179). Der Zusammenhang zwischen den vier Instrumenten wurde später unter dem Stichwort „Kumulationsthese“ vielfach aufgegriffen. Ausgehend von den beschriebenen (1) Kreditbeziehungen gehen Banken (2) Beteiligungen beim Kreditnehmer ein. Das Engagement einer Bank als Fremd- und Eigenkapitalgeber zieht häufig ein (3) Aufsichtsratsmandat nach sich. Berücksichtigen muss man zudem (4) das Vollmachtstimmrecht, bei dem sich eine Bank von ihren Kunden die Stimmrechte derjenigen Aktien übertragen lassen kann, die in ihrem Depot lagern.

Die politische Ökonomie liefert Erklärungsansätze, die sich mit dem grundsätzlichen Verhältnis von Wirtschaft und Politik befassen. In diesen Erklärungsansätzen klingen auch die Möglichkeiten an, Macht vom Wirtschafts-

system auf das Politiksystem zu übertragen. Das Verhältnis von Wirtschafts- und Politiksystem lässt sich auf vier Grundtypen zurückführen (Adam 2007, S. 215f., sowie Schmid und Buhr 2015, S. 18–20): Primat der Ökonomie, Primat der Politik, Gleichschaltung und Interdependenz. Während sich beim Primat der Ökonomie der Staat überhaupt nicht in das Wirtschaftsgeschehen einmischt und in die Rolle eines „Nachtwächters“ gedrängt wird, stellt beim Primat der Politik der Staat das Wirtschaftsgeschehen völlig unter seine Kontrolle. Beides kann noch gesteigert werden, wenn das Wirtschaftssystem gleichgeschaltet und mit dem Staat verschmolzen wird, wobei die Unternehmen in Staatseigentum überführt werden (Totalpolitisierung). Aber auch die umgekehrte Gleichschaltung – also die Auflösung der Politik unter die Wirtschaft im Sinne einer Totalökonomisierung – ist denkbar. In entwickelten Industriegesellschaften wie der EU ist jedoch die Interdependenz als wechselseitige Abhängigkeit von Wirtschaft und Politik der Normalfall. Einerseits versucht der Staat, den Wirtschaftsablauf gemäß eigener politischer Ziele zu beeinflussen, andererseits bemühen sich die Stakeholder des Wirtschaftssystems, ihre Interessen gegenüber dem Staat durchzusetzen.

Politische Entscheidungsträger sind gegenüber Einflüssen ihrer Banken- und Wirtschaftssysteme also keineswegs immun. Das betrifft aber nicht nur die Entscheidungsträger von Nationalstaaten, sondern auch die politischen Entscheidungsträger supranationaler Einheiten wie der EU. Insbesondere sind der Rat der EU (auch: EU-Ministerrat) und der Europäische Rat anfällig für Einflussnahmen.² Der EU-Ministerrat setzt sich in wechselnden Konstellationen der Ressorts aus den jeweiligen Fachministern der EU-Länder zusammen. Er beschließt EU-Rechtsvorschriften, legt die Ausrichtung der Außen- und Sicherheitspolitik fest und genehmigt den EU-Haushaltsplan. Beschlüsse fällt der EU-Ministerrat mit qualifizierter Mehrheit. Um Beschlüsse zu blockieren, sind mindestens vier Länder notwendig, die nicht weniger als 35 Prozent der gesamten EU-Bevölkerung vertreten. Im Bereich der Außen- und Sicherheitspolitik müssen Beschlüsse allerdings einstimmig angenommen werden (EU 2020). Die Einflusspotenziale selbst kleinster Staaten sind damit offensichtlich.³

Ähnliches gilt für den Europäischen Rat, der sich aus den Staats- und Regierungschefs aller EU-Länder zusammensetzt. Er bestimmt die allgemeine Ausrichtung der EU-

Politik und ernennt Personen in Schlüsselressorts der EU, beispielsweise die Mitglieder des Direktoriums der EZB, der Europäischen Kommission und den Hohen Vertreter für die Außen- und Sicherheitspolitik. Der Europäische Rat entscheidet nach Artikel 15 Absatz 4 des Vertrages über die EU im Konsens. Im Konfliktfall legt er eine qualifizierte Mehrheit als Maß an, trifft dann aber auf das Vetorecht eines jeden einzelnen nationalen Parlaments der EU-Länder. Auch hier zeigen sich erhebliche Einflusspotenziale. Sollten Investoren Beteiligungen an Schlüsselbanken in den EU-8-Ländern erwerben und dort Einflusspotenziale aufbauen, dann können sie diesen Einfluss über die Wirtschaftssysteme bis in die nationalen und supranationalen Politiksysteme ausdehnen. Bevor wir die Frage stellen, welche Schlüsselbanken sich für einen solchen Beteiligungserwerb am besten eignen, sollen die Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen kurz angesprochen werden.

2.3 Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen

Wir nähern uns dem Problem der Einflussmöglichkeiten von Staatsfonds von einer machtpolitisch-ökonomischen Perspektive und lassen die rechtliche Seite weitgehend außer Acht. Dies tun wir in dem Bewusstsein und vor dem Hintergrund zweier strategischer Kategorien, die man nach Clausewitz als „Angriff“ und „Verteidigung“ bezeichnen kann.⁴ Mit der machtpolitisch-ökonomischen Seite wird die strategische Kategorie „Angriff“ untersucht; die rechtliche Seite bezöge sich auf die strategische Kategorie „Verteidigung“. Es muss an dieser Stelle nicht betont werden, dass die Analyse der einen Kategorie die Analyse der anderen Kategorie nicht ersetzen kann. Beide Kategorien bilden zwei verschiedene, jedoch eng miteinander verbundene Seiten eines Untersuchungsgegenstandes. Eine solche zweigeteilte Annäherung an einen Untersuchungsgegenstand hat sich nicht nur bei der Analyse von Bankenkrisen sehr bewährt, wo man einerseits mit den Ursachen und Abläufen sowie andererseits mit den aufsichtsrechtlich zu ergreifenden Gegenmaßnahmen operiert (Körnert 2000). Auch in der

² Vgl. zu einer diesbezüglichen Untersuchung der sieben EU-Organen Körnert 2019, S. 128–33.

³ So verhinderte Zypern als zweitkleinstes EU-Land mit seinem Veto Sanktionen gegen Belarus; vgl. Meier 2020.

⁴ Vgl. hierzu vor allem das sechste und siebte Buch „Verteidigung“ und „Der Angriff“ aus dem zweiten und dritten Band des insgesamt zehn Bände umfassenden und erstmals 1832 erschienenen Werkes des Generals Carl von Clausewitz (1760–1831). Dem eiligen Leser seien jeweils die ersten drei Kapitel der beiden Bücher empfohlen: Clausewitz 1966, S. 511–25 und 767–74.

aktuellen Pandemie untersucht man Angriffe auf das menschliche Immunsystem (Virusmutationen) und entsprechende Verteidigungsmaßnahmen (Impfstoffe) vielfach getrennt. Ohne an dieser Stelle eine juristische Analyse anzustreben, wollen wir zumindest einige Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen schlaglichtartig beleuchten. Die Abwehr von Übernahmen kann man von einer unternehmerischen und von einer staatlichen Ebene aus betrachten.

Im Falle einer freundlichen Übernahme ist mit Abwehrmaßnahmen des Zielunternehmens nicht zu rechnen. Bei feindlichen Übernahmen hingegen bietet sich regelmäßig eine Reihe unternehmerischer Abwehrmaßnahmen an.⁵ Im Rahmen defensiver Restrukturierungen sind hier sowohl die Instrumente Überkreuzbeteiligung, Belegschaftsaktien, Aktienrückkäufe als auch der Verkauf der im englischsprachigen Fachjargon so genannten Crown jewels oder das Hinterlassen von Scorched earth von Belang. Darüber hinaus bieten sich Satzungsänderungen, Vorratsbeschlüsse, die Pac-Man-Strategie, Poison pills, Poison puts, Staggered boards, White knights und Golden parachutes zur Abwehr an. Allerdings lassen sich feindliche Übernahmen durch diese unternehmerischen Maßnahmen nicht grundsätzlich verhindern, sondern nur verzögern oder mittels höherer Kosten beeinträchtigen.

Auf EU-Ebene gab es in den vergangenen Jahren erhebliche Bestrebungen, einheitliche Regeln zur Abwehr unerwünschter Übernahmen durch auswärtige Investoren zu schaffen. Vor allem Deutschland, Frankreich und Italien schlugen im Frühjahr 2017 striktere Investitionsprüfungen und eine Übertragung von Kontroll- und Entscheidungsbefugnissen auf die EU-Kommission vor (BMWi 2017). Sie trafen dabei auf Widerstand, so dass die Entscheidungsrechte unverändert bei den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten verblieben (Zalan 2017 und EU-Kommission 2017), die beispielsweise in Deutschland im Außenwirtschaftsgesetz und der Außenwirtschaftsverordnung verankert sind.

Im Jahr 2020 verfügten lediglich 15 der 27 EU-Länder über nationale Investitionskontrollverfahren, die sich in Umfang und Ausgestaltung erheblich voneinander unterscheiden. Unter den 15 Ländern mit Investitionskontrollverfahren befinden sich elf Länder des Euroraums⁶ sowie

vier EU-Länder außerhalb des Euroraums, nämlich Dänemark, Polen, Rumänien und Ungarn (EU-Kommission 2017 und 2020a).⁷ Dass nationale Investitionsprüfungen offenbar keine Garantie für einen vollständigen Schutz vor strategischen Investitionen bieten, zeigt der Appell der EU-Kommission aus dem Jahr 2020 zur Corona-Krise. Darin forderte sie die einzelnen Mitgliedsstaaten auf, von nationalen Investitionsprüfverfahren vollständig Gebrauch zu machen sowie deren Umfang auszuweiten, sofern sie nicht sämtliche kritische Infrastrukturen schützen (EU-Kommission 2020b und Körnert 2019, S. 133–36).

Ähnlich muss man über branchenspezifische Normen wie die Kontrolle bedeutender Beteiligungen an Banken urteilen. Vereinfacht ausgedrückt greift die Inhaber- oder Eigentümerkontrolle an Banken ab einer Beteiligung von 10 Prozent am Kapital oder den Stimmrechten an einer Bank sowie beim Erwerb des Rechts, die Mehrheit der Vorstandsmitglieder der Bank zu bestimmen. Wird die Schwelle eines maßgeblichen Einflusses überschritten, beurteilt die EZB für die Banken des Euroraums die Komplexität der neuen Beteiligungsstrukturen, die Reputation und die Zuverlässigkeit der neuen Eigentümer und Manager, die Bonität der Eigentümer sowie die Herkunft der Mittel. Sie kann den beabsichtigten Erwerb oder die Erhöhung einer bedeutenden Beteiligung untersagen.⁸ Abgesehen davon, dass sich die EU-Länder außerhalb des Euroraums die Regeln der EZB nicht zwangsläufig zu eigen machen müssen, bleibt offen, was passiert, wenn nach einer positiven Beurteilung durch die EZB oder eine nationale Aufsichtsbehörde im späteren Verlauf eine dramatische Verschlechterung bei den beurteilten Kriterien des neuen Eigentümers eintritt.

2.4 Kriterien zur Auswahl kritischer Banken

Falls Investoren Beteiligungen an Banken in den EU-8-Ländern erwerben wollen, um Einfluss auf deren Wirtschafts- und Politiksysteme zu erlangen, eignen sich dafür nicht alle 1.109 Banken dieser acht Länder gleichermaßen (Statista 2020a). Nur exponierte Banken mit einer unabhömmlichen Stellung im Bankensystem eines Landes kommen dafür in Betracht, die skizzierten machtvollen Szenarien im Banken-, Wirtschafts- und Politiksystem voranzutreiben. Wir gehen davon aus, dass eine Bank nur dann machtvollen Einfluss in einem Land ausüben

⁵ Vgl. für einen Überblick über die in diesem Absatz genannten Instrumente zur Abwehr: Berk und DeMarzo 2014, S. 945–49, Copeland, Weston und Shastri 2008, S. 1000 f., Brealey, Myers und Allen 2006, S. 892, sowie Kraft, Jäger und Dreiling 2003.

⁶ Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Lettland, Litauen, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien und Spanien. Kein solches Verfahren gibt es daher in Belgien, Estland, Griechenland, Irland, Luxemburg, Malta, Slowakei und Zypern.

⁷ Über kein Verfahren verfügen Bulgarien, Kroatien, Schweden und Tschechien.

⁸ In Deutschland ist dies in der Inhaberkontrollverordnung (InhKontrollV i. V. m. § 2 c KWG) kodifiziert. Vgl. auch BaFin 2015, EZB 2016.

kann, wenn sie dort entweder (1) eine problematische individuelle Größe aufweist oder (2) eine marktbeherrschende Stellung besitzt. Banken, die eine problematische individuelle Größe, eine marktbeherrschende Stellung oder beides aufweisen, wollen wir in Anlehnung an das Konzept der kritischen Infrastrukturen (CISA 2021, Körnert und Junghanns 2020, S. 192f.) als kritische Banken bezeichnen. Eine problematische individuelle Größe einer Bank in einem EU-Land außerhalb des Euroraums liegt vor, wenn

- 1a eine Bank vom Finanzstabilitätsrat als global system-relevant eingestuft wurde und ihre Zentrale in einem EU-8-Land liegt oder
- 1b eine Bank mit ihrer konsolidierten Bilanzsumme einen bestimmten Prozentsatz des jährlichen Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Landes nicht unterschreitet, wobei der veranschlagte Prozentsatz vom Länderrating abhängig ist (Körnert und Junghanns 2020, S. 194).

Wir haben beim Kriterium 1b kein starres Verhältnis zwischen konsolidierter Bilanzsumme einer Bank und dem jährlichen BIP eines Landes angesetzt, sondern einen flexiblen, vom Länderrating abhängigen Prozentsatz. Legt man die Ratingskala von Standard & Poor's zugrunde, ergeben sich die in Tabelle 2 dargelegten bonitätsabhängigen Prozentsätze. Wir gehen also davon aus, dass in einem bonitätsschwachen Land mit einem C-Rating eine Bank bereits dann machtvollen Einfluss als kritische Bank ausüben kann, wenn ihre konsolidierte Bilanzsumme mindestens ein Fünftel des jährlichen BIP des Landes beträgt. In einem bonitätsstarken Land mit einem AAA-Rating muss dagegen die konsolidierte Bilanzsumme der Bank mindestens so groß sein wie das jährliche BIP des Landes, damit die Bank den gleichen Einfluss ausüben kann.

Für einen bonitätsabhängigen Prozentsatz spricht, dass mit sinkender Länderbonität auch die Größe der Banken im Vergleich zum BIP prozentual sinken sollte. Das liegt daran, dass die Wirtschafts- und Politiksysteme bonitätsschwacher Länder viel stärker von kleineren Banken in ihrem Land abhängen als in bonitätsstarken Ländern. Grund hierfür sind die eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten und die höheren Finanzierungskosten in bonitätsschwachen Ländern. Zudem können bonitätsschwache Länder schon kleinere, aber für sie wichtige Banken, die in Schieflage geraten, finanziell kaum unterstützen und gegen unliebsame Investoren verteidigen. Einen weiteren Grund für bonitätsabhängige Prozentsätze sehen wir in der stark positiven Korrelation zwischen der Bonität eines Landes und dessen Rang im Korruptionsindex. Staatsfonds autoritärer Regime können Beteiligun-

gen an Banken bonitätsschwacher Länder viel leichter dazu einsetzen, den Volksvertretern dieser Länder Vorteile zu gewähren, wenn diese im Gegenzug eine Politik zum Wohlwollen des fondsverwaltenden Landes betreiben. Hier gibt es unter den EU-8-Ländern große Unterschiede: So besteht dieses Problem weit weniger in Dänemark und Schweden, die im globalen Korruptionsindex Rang 1 und 4 belegen und ein Länderrating von AAA aufweisen, als in Ungarn und Rumänien, die im Korruptionsindex beide Rang 70 einnehmen und ein Länderrating von BBB und BBB- vorweisen (Transparency International 2019 und Tradingeconomics 2020).

Tabelle 2: Bonitätsabhängige Prozentsätze zur Einordnung als kritische Bank nach 1b

Rating	Prozentsatz	Rating	Prozentsatz	Rating	Prozentsatz
AAA	100	BBB+	72	B	44
AA+	96	BBB	68	B-	40
AA	92	BBB-	64	CCC+	36
AA-	88	BB+	60	CCC	32
A+	84	BB	56	CCC-	28
A	80	BB-	52	CC	24
A-	76	B+	48	C	20

Quelle: Standard & Poor's 2019 und eigene Berechnung

Bei der Ermittlung einer marktbeherrschenden Stellung einer Bank ziehen wir Vorschriften des deutschen Kartell- und Wettbewerbsrechts heran (§ 18 Absatz 4 und 6 Satz 1 GWB), weil Deutschland die größte Volkswirtschaft Europas ist und gemeinsam mit Luxemburg laut Herfindahl-Hirschman-Index die geringste Marktkonzentration in der EU ausweist (EZB 2021). Eine marktbeherrschende Stellung einer Bank in einem EU-8-Land liegt demnach vor, wenn

- 2a eine Bank mindestens 40 Prozent der Marktanteile hält oder
- 2b maximal drei Banken mindestens 50 Prozent der Marktanteile halten (Körnert und Junghanns 2020, S. 194).

Zur Messung der Marktanteile wird die konsolidierte Bilanzsumme der Bank(en) ins Verhältnis gesetzt zur aggregierten konsolidierten Bilanzsumme des gesamten Bankensystems des Landes. Die Berechnung der Marktanteile über die Bilanzsumme ist die gängigste und praktikabelste Vorgehensweise (Schildbach 2017, S. 1, 3 und 7–12). Sie erweist sich darüber hinaus für das vorliegende Problem als besonders geeignet, da in den Bilanzsummen der Banken die vier Instrumente der Kumulationsthese zum Ausdruck kommen.

Aus transaktionskostentheoretischen und machtpolitischen Gründen nehmen wir mit Blick auf das Kriterium 2b Eingrenzungen vor. Wir untersuchen hier immer nur diejenige Kombination an Banken, bei der die geringste Anzahl an Banken involviert ist und der größte Marktanteil erreicht wird. Zwei Beispiele sollen diese Eingrenzungen kurz illustrieren. Beispiel 1: Drei Banken A, B und C besitzen Marktanteile von mehr als 70 Prozent, jedoch verfügen bereits die Banken A und B gemeinsam über 51 Prozent. In diesem Fall untersuchen wir nur die Banken A und B näher. Beispiel 2: Die Banken A, B und C verfügen über Marktanteile von 25, 20 und 15 Prozent. Zudem besitzt Bank D einen Marktanteil von 10 Prozent. Die Kombinationen A+B+C (60 Prozent) und A+B+D (55 Prozent) sowie A+C+D (50 Prozent) erfüllen Kriterium 2b. In diesem Fall untersuchen wir wegen des größten Marktanteils nur die Kombination A, B und C näher.

2.5 Vorgehen bei der Untersuchung

Unsere Untersuchung haben wir so aufgebaut, dass wir mit Blick auf das Kriterium 1a die entsprechende Aufstellung des Finanzstabilitätsrates heranziehen (FSB 2019). Hinsichtlich der Kriterien 1b, 2a und 2b ermitteln wir die Banken eines Landes mit den jeweils größten konsolidierten Bilanzsummen. Bedingt durch die fehlende Zugehörigkeit zum Single Supervisory Mechanism (SSM) unterliegen die Banken der EU-8-Länder nicht der Aufsicht der EZB, sondern ihrer nationalen Aufsichtsbehörden (EZB 2020a). Angemerkt sei hier schon, dass eine erste Sichtung ergibt, dass keine Bank der EU-8-Länder vom Finanzstabilitätsrat als global systemrelevant eingestuft wurde (1a). Die Kriterien 1b und 2a werden nur von einer Bank erfüllt, nämlich der Danske Bank (Dänemark). Alle anderen kritischen Banken der EU-8-Länder gehen über das Kriterium 2b ein.

Nachdem die kritischen Banken identifiziert und länderspezifisch sortiert sind, ist die Rechtsform der betreffenden Banken zu klären, da manche Rechtsformen – wie beispielsweise Genossenschaften oder Anstalten des öffentlichen Rechts – zahlungsbereiten Investoren den Zugang verwehren. Erlaubt dagegen die Rechtsform einer Bank Investoren einen Zugang, wie das bei Aktiengesellschaften regelmäßig der Fall ist, dann muss über eine Analyse der Eigentümerstrukturen herausgefunden werden, ob einfache oder qualifizierte Beteiligungen mit den daraus resultierenden eingeschränkten oder erweiterten Machtpotenzialen erworben werden können. Sodann erfolgt anhand der Marktkapitalisierung der Bank und unter Berücksichtigung der Kontrollprämie von

25 Prozent die Berechnung des Kaufpreises für die entsprechenden Beteiligungen. Schließlich ermitteln wir den Anteil am Vermögen der Investoren – hier der Staatsfonds –, der von ihnen aufgebracht werden muss, um diese Beteiligungen und Machtpotenziale zu erwerben. Die Daten, auf denen unsere Aussagen zu den kritischen Banken in den folgenden Kapiteln beruhen, wurden Ende 2019 und Anfang 2020 erhoben und in den Folgemonaten vor dem Hintergrund verschiedener Fragestellungen ausgewertet.⁹

3 Separierung kritischer Banken und Aufbau von Machtpotenzialen

3.1 Machtpotenziale im länderbezogenen Überblick

Die Prüfung der Existenz kritischer Banken in den EU-Ländern außerhalb des Euroraums ergab, dass in Polen und Rumänien keine solchen Banken klassifizierbar waren (Tabelle 3). Absolut gesehen agiert in Polen nach Deutschland die zweitgrößte Anzahl an Banken. Eine große Anzahl an Banken in Verbindung mit wirtschaftlich kleineren Ländern ist oftmals ein zuverlässiger Hinweis auf geringe Marktanteile und eine geringe individuelle Größe einzelner Banken. Es verwundert daher nicht, dass keine Bank in Polen die Kriterien 1 oder 2 erfüllt. Rumänien verfügt über das kleinste Bankensystem der EU, wenn man das Verhältnis von aggregierter konsolidierter Bilanzsumme der Banken und BIP des Landes zugrunde legt (47,8 Prozent). Eine globale Systemrelevanz einzelner Banken ist demzufolge unwahrscheinlich; dies bestätigte sich in der Untersuchung. Auch eine problematische individuelle Größe oder eine marktbeherrschende Stellung einzelner Banken war nicht feststellbar. Daher erfüllt keine Bank in Rumänien die Kriterien 1 oder 2. Mithin ist es nicht möglich, Machtpotenziale in den Bankensystemen dieser beiden Länder aufzubauen.

⁹ Die Erhebungszeitpunkte variieren leicht und zwar je nachdem, wann Geschäftsjahre endeten sowie Daten zu global systemrelevanten Banken vorlagen.

Tabelle 3: Machtpotenziale in den Bankensystemen der EU-8-Länder

	Land	Grund
Machtpotenziale eingeschränkt	keine	
	Polen	keine kritischen Banken klassifizierbar
	Rumänien	keine kritischen Banken klassifizierbar
	Ungarn	Mehrheitsbeteiligung verhindert Gesellschaftsvertrag
	Bulgarien	Ankeraktionär (privat) verhindert 75 %-Beteiligung
	Schweden	Ankeraktionär (privat) verhindert 75 %-Beteiligung
	Tschechien	Ankeraktionär (privat) verhindert 75 %-Beteiligung
	erweitert	
	Kroatien	indirekte Beteiligung über Mutterkonzern möglich
	Dänemark	direkte Beteiligung möglich

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Tabelle 4: Auswahlkriterien und Kaufpreis kritischer Banken

Land	Kritische Banken	Kriterien	Kaufpreis Mrd. USD
erweiterte Machtpotenziale über qualifizierte Beteiligungen erreichbar in:			
Dänemark	Danske Bank	1b, 2a	13,59
Kroatien	Zagrebačka banka	2b	30,59
	Privredna Banka Zagreb	2b	43,19
eingeschränkte Machtpotenziale über einfache Beteiligungen erreichbar in:			
Bulgarien	UniCredit Bulbank	2b	30,59
	DSK Bank	2b	2,60
	UBB	2b	19,58
Tschechien	Československá obchodní banka	2b	19,58
	Česká spořitelna	2b	9,61
	Komerční banka	2b	28,67
Schweden	Svenska Handelsbanken	2b	20,00
	SEB	2b	12,85
	Swedbank	2b	15,60

Quelle: Eigene Zusammenstellung

In Ungarn hält die mit Abstand größte Bank, die OTP Bank, Marktanteile von 42,6 Prozent. Sie wäre demzufolge nach Kriterium 2a als kritische Bank zu klassifizieren. Obwohl sich 74,2 Prozent ihrer Aktien im Streubesitz befinden, halten wir einen Aufbau von Machtpotenzialen im ungarischen Bankensystem über eine Mehrheitsbeteiligung an der OTP Bank für unmöglich. Grund hierfür ist der Gesell-

schaftsvertrag, der nach aufsehenerregenden und gescheiterten Einfluss- und Übernahmeversuchen russischer Investoren zwischen 2006 und 2010 nun bestimmt, dass Einzelaktionäre und Aktionärsgruppen nicht mehr als 25 und 33 Prozent der Stimmrechte des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals ausüben dürfen (OTP Bank 2020, S. 5, und Marchenko 2019).

In Bulgarien, Schweden und Tschechien sind über einfache Mehrheitsbeteiligungen eingeschränkte Machtpotenziale erreichbar. Private Ankeraktionäre verhindern in diesen drei Ländern den Erwerb qualifizierter Beteiligungen. In Dänemark und Kroatien sind dagegen der Erwerb qualifizierter Beteiligungen und das Erreichen erweiterter Machtpotenziale in den Bankensystemen möglich. Während in Dänemark eine solche Beteiligung direkt erworben werden kann, ist dies in Kroatien nur über eine Beteiligung am Mutterkonzern möglich (Tabelle 3).

In Tabelle 4 sind fünf der acht EU-Länder außerhalb des Euroraums aufgeführt und zwar diejenigen, in deren Bankensystemen nach Tabelle 3 eingeschränkte oder erweiterte Machtpotenziale errichtet werden können. Zudem sind die kritischen Banken dieser Länder genannt und die Kriterien, die zu dieser Klassifizierung führten. Darüber hinaus sind die Kaufpreise aufgelistet, zu denen man die eingeschränkten oder erweiterten Machtpotenziale erwerben kann.

3.2 Ermittlung erweiterter Machtpotenziale in Dänemark und Kroatien

In den Bankensystemen Dänemarks und Kroatiens sind nach den Tabellen 3 und 4 erweiterte Machtpotenziale erreichbar. Wir wollen nun zeigen, wie die kritischen Banken, die erweiterten Machtpotenziale und die Kaufpreise ermittelt wurden. Im dänischen Bankensystem ist die Danske Bank die mit Abstand größte Bank. Ihre konsolidierte Bilanzsumme ist fast sechsmal größer als die der zweitgrößten Bank, der Jyske Bank (Danske Bank 2019, S. 72, Jyske Bank 2019, S. 36, und Statista 2020b). Gleichwohl wurde die Danske Bank vom Finanzstabilitätsrat nicht als global systemrelevant eingestuft und erfüllt damit das Kriterium 1a nicht (FSB 2019, S. 3). Da Dänemark das Länderrating „AAA“ aufweist (Tradingeconomics 2020, Denmark), werden Banken mit einer konsolidierten Bilanzsumme, die größer ist als das dänische BIP, als kritische Banken eingestuft (Tabelle 2). Mit 162 Prozent erfüllt die Danske Bank das Kriterium 1b. Mit einem Marktanteil von 55 Prozent erfüllt sie zudem das Kriterium 2a.

Die Danske Bank ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft, deren Aktien sich Ende 2019 zu 78,7 Prozent im

Streubesitz befanden (Danske Bank 2019, S. 29). Eine qualifizierte Mehrheit mit den erweiterten Machtpotenzialen im Schlepptau ist somit erreichbar. Angesichts einer Marktkapitalisierung von 14,5 Milliarden Dollar und unter Einbeziehung einer Kontrollprämie von 25 Prozent wären für die qualifizierte Mehrheit ungefähr 13,59 Milliarden Dollar zu zahlen (Tabelle 4 und 5).¹⁰

In Kroatien erfüllen die beiden größten Banken, die Zagrebačka banka und die Privredna Banka Zagreb, die Kriterien 1a, 1b und 2a nicht. Allerdings verfügen sie über Marktanteile von 28,9 und 23,4 und damit gemeinsam über 52,3 Prozent. Sie sind nach Kriterium 2b als kritische Banken einzustufen. Die Zagrebačka banka wurde als Stadtsparbank vor über 100 Jahren gegründet und war 1989 im ehemaligen Jugoslawien die erste Bank, die in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft firmierte. Rasch folgten die Börseneinführungen in Zagreb (1995) und London (1996). Im Jahr 2002 wurde sie von der italienischen UniCredit und der deutschen Allianz übernommen, die Ende 2019 Anteile über 84,5 und 11,8 Prozent hielten (Zagrebačka banka 2020 und 2019, S. 57 und 258). Der Erwerb einer qualifizierten Mehrheit an der Zagrebačka banka hängt demnach von der Zustimmung der UniCredit ab.

Wegen des herausragenden Beitrags der Zagrebačka banka zum Gesamterfolg der UniCredit und wegen der großen strategischen Bedeutung der kroatischen Tochterbank für das gesamte Ost- und Mitteleuropageschäft der italienischen Mutter schließen wir einen Verkauf der Zagrebačka banka durch die UniCredit aus. Dafür ziehen wir aber die Übernahme der Mutterbank in Betracht. Als börsennotierte Aktiengesellschaft mit einem Streubesitzanteil von 89,9 Prozent und einer Marktkapitalisierung von 32,63 Milliarden Dollar kann unter Einbeziehung der Kontrollprämie von 25 Prozent eine qualifizierte Mehrheit an der UniCredit für rund 30,59 Milliarden Dollar erworben werden (UniCredit 2019, S. 55f., 84, 91f. und 609, sowie Zagrebačka banka 2019, S. 70 und 72).

Um Machtpotenziale im kroatischen Bankensystem ausüben zu können, ist zudem eine Beteiligung an der zweitgrößten Bank Kroatiens, der Privredna Banka Zagreb, vonnöten. Die Privredna Banka Zagreb befindet sich seit einigen Jahren fast vollständig im Besitz der italienischen Intesa Sanpaolo (Privredna Banka Zagreb 2020), die in Italien mit ihrer Bilanzsumme knapp hinter der UniCredit rangiert. Mit den gleichen Argumenten wie mit Blick auf das Verhältnis der Zagrebačka banka zu ihrer Mutterbank UniCredit schließen wir einen Verkauf der Privredna Banka Zagreb durch die Intesa Sanpaolo aus und ziehen statt-

dessen wieder die Übernahme der Mutterbank in Betracht. Die Intesa Sanpaolo agiert als börsennotierte Aktiengesellschaft und befindet sich zu 88,2 Prozent im Streubesitz (Intesa Sanpaolo 2019, S. 143). Eine qualifizierte Mehrheit kann bei der Ende 2019 mit 46,07 Milliarden Dollar bewerteten Bank unter Berücksichtigung der Kontrollprämie für ungefähr 43,19 Milliarden Dollar erworben werden.¹¹

Ein Vergleich des aufzubringenden Vermögens zum Erwerb der qualifizierten Mehrheiten in Dänemark (13,59 Milliarden Dollar) und Kroatien (73,78 Milliarden Dollar) fördert einen rund fünffach höheren Betrag in Kroatien zu Tage. Grund hierfür ist, dass in Dänemark eine direkte Beteiligung an der betroffenen Bank möglich ist, während man in Kroatien den Umweg über die italienischen Mutterbanken gehen muss. Der Weg über die Mutterbanken beinhaltet einen hier nicht zu vernachlässigenden machtpolitischen Nebeneffekt: Falls die Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen nicht greifen oder umgangen werden können, erhält man nicht nur erweiterte Machtpotenziale in Kroatien, sondern durch die qualifizierten Mehrheiten an den beiden größten italienischen Banken auch erweiterte Machtpotenziale in Italien, der immerhin drittgrößten Volkswirtschaft der EU.

3.3 Ermittlung eingeschränkter Machtpotenziale in Bulgarien

Aus den Tabellen 3 und 4 ist ersichtlich, dass im Gegensatz zu Dänemark und Kroatien, wo sich erweiterte Machtpotenziale aufgrund 75-prozentiger Beteiligungen an den kritischen Banken realisieren lassen, in Bulgarien, Tschechien und Schweden offenbar nur eingeschränkte Machtpotenziale erreichbar sind. Es soll nun gezeigt werden, wie die kritischen Banken, die eingeschränkten Machtpotenziale und die Kaufpreise in Bulgarien ermittelt wurden.

Im bulgarischen Bankensystem erfüllt keine der drei größten Banken, weder die UniCredit Bulbank oder die DSK Bank noch die United Bulgarian Bank (UBB), die Kriterien 1a, 1b oder 2a. Jedoch verfügen alle drei Banken gemeinsam über Marktanteile von 63 Prozent¹² und sind mithin als kritische Banken zu klassifizieren. Die UniCredit Bulbank ist eine Tochterbank der italienischen UniCredit (UniCredit 2019, S. 572). Aus den gleichen Gründen, die gegen einen Verkauf der kroatischen Zagrebačka banka durch die UniCredit sprachen, schließen wir einen Verkauf der UniCredit Bulbank aus, ziehen aber die Übernahme der

¹⁰ $(14,5 \text{ Mrd. USD} \cdot 0,75) \cdot 1,25 = 13,59 \text{ Mrd. USD.}$

¹¹ $(46,07 \text{ Mrd. USD} \cdot 0,75) \cdot 1,25 = 43,19 \text{ Mrd. USD.}$

¹² $24,87 + 24,2 + 13,61 = 62,68 \text{ \%.}$

Mutterbank in Betracht. An ihr kann – wie zuvor berechnet – eine qualifizierte Mehrheit für rund 30,59 Milliarden Dollar erworben werden.

Die DSK Bank wurde 1951 als staatliche Sparkasse gegründet, 1999 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt und ist seit 2003 eine Tochterbank der ungarischen OTP Bank (OTP Bank 2019, S. 187). In Kapitel 3.1 wurde dargelegt, dass ein Mehrheitserwerb an der OTP Bank unmöglich ist, weshalb wir hier nur den Verkauf der DSK Bank durch ihre Mutterbank prüfen. Der OTP Bank kann als börsennotierter Aktiengesellschaft eine erhöhte Gewinnerzielungsabsicht und bei einem finanziell lukrativen Angebot eine Verkaufsabsicht unterstellt werden. Obwohl der absolute Beitrag der DSK Bank zum Konzernergebnis der OTP Bank erheblich ist, liegt ihre Gesamtkapitalrentabilität deutlich unterhalb derer der OTP Bank (OTP Bank 2019, S. 100 f. und 206, Kolbeck 1971, S. 89 ff.). Die Unzufriedenheit der OTP Bank (2019, S. 38.) mit den Ergebnissen ihrer bulgarischen Tochterbank wird sogar in ihrem Geschäftsbericht erkennbar, wo die ungarische Mutterbank öffentlich und ungewöhnlich direkt die zu geringe Rendite der DSK Bank moniert. Wir gehen daher davon aus, dass sich die OTP Bank bei einem attraktiven Kaufpreisangebot von ihrer renditeschwachen Tochterbank trennt und zwar vor allem dann, wenn der Investor nicht nur eine Dreiviertelmehrheit an der DSK Bank, sondern eine vollständige Übernahme anstrebt. Da die DSK Bank selbst nicht börsennotiert ist, können wir deren Kaufpreis nicht über ihre Marktkapitalisierung ermitteln. Vielmehr berechnen wir den Unternehmenswert der DSK Bank anhand von Finanzkennzahlen als anteiligen Gewinn der Tochterbank am Gewinn der Mutterbank. Da der Gewinnanteil 16,06 Prozent beträgt und die OTP Bank eine Marktkapitalisierung von 14,69 Milliarden Dollar aufweist, ergibt sich ein Unternehmenswert von zirka 2,36 Milliarden Dollar für die DSK Bank. Unter Hinzuziehung der Kontrollprämie, die wir hier ausnahmsweise auf 10 Prozent reduzieren,¹³ ergibt sich ein taxierter Kaufpreis von rund 2,6 Milliarden Dollar.

Die UBB entstand 1992 aus dem Zusammenschluss von 22 regionalen Banken. Nach mehreren Eigentümerwechseln ging die drittgrößte Bank Bulgariens in den Jahren 2016/17 aus dem Besitz der National Bank of Greece in die Hände der belgischen KBC Group über (UBB 2017 und Bulgarian National Bank 2018, S. 53–150). Die KBC Group ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit erhöhter Gewinnerzielungsabsicht. Daher nehmen wir eine grundsätz-

liche Verkaufsbereitschaft bei einem finanziell lukrativen Angebot an, sofern das mit der strategischen Ausrichtung und der unternehmerischen Bedeutung der Tochterbank für die Mutterbank vereinbar wäre. Neben dem belgischen Heimatmarkt sowie Irland ist die KBC Group (KBC Group 2020a und 2020b sowie Kolbeck 1971, S. 89 ff.) in Tschechien, der Slowakei, Ungarn und Bulgarien aktiv, was auf einen hohen strategischen Stellenwert osteuropäischer Bankenmärkte schließen lässt. Da die UBB zwischen 2016 und 2019 ihren Gewinn um 423 Prozent gesteigert hat (KBC Group 2019, S. 180, 184 und 204, KBC Group 2017, S. 177, sowie UBB 2019, S. 56 und 58), halten wir einen Verkauf der UBB für unwahrscheinlich. Um dennoch die Kontrolle über die UBB zu erlangen, müsste man die KBC Group erwerben. Deren Aktien befinden sich nur zu 59,7 Prozent im Streubesitz (KBC Group 2019, S. 29). Private Ankeraktionäre verhindern eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung, weshalb nur eingeschränkte Machtpotenziale im bulgarischen Bankensystem erreicht werden können (Tabelle 3).¹⁴ Bei einer Marktkapitalisierung von 31,33 Milliarden Dollar im Jahr 2019 und einer Kontrollprämie von 25 Prozent betrüge der Kaufpreis für eine einfache Mehrheit an der KBC Group ungefähr 19,58 Milliarden Dollar.

3.4 Ermittlung eingeschränkter Machtpotenziale in Tschechien

Wie im bulgarischen Bankensystem erfüllt auch im tschechischen Bankensystem keine der drei größten Banken, weder die Československá obchodní banka (ČSOB) oder die Česká spořitelna noch die Komerční banka, die Kriterien 1a, 1b und 2a. Allerdings verfügen sie gemeinsam über Marktanteile von 57 Prozent¹⁵ und sind damit als kritische Banken einzuordnen. Die ČSOB wurde 1964 als Staatsbank zur Außenhandelsfinanzierung gegründet und im Jahr 1999 privatisiert; sie gelangte 2007 in den Besitz der belgischen KBC Group (ČSOB 2020). Aus den gleichen unternehmensstrategischen und finanziellen Gründen, die gegen einen Verkauf der UBB durch die KBC Group sprachen, schließen wir auch einen Verkauf der ČSOB durch die KBC Group aus. Dafür ziehen wir aber die Übernahme der Mutterbank in Betracht, die für 19,58 Milliarden erworben werden kann. Da Machtpotenziale im tschechischen Bankensystem nur über die einfache Mehrheit an der KBC

¹³ Da die DSK Bank im Vergleich zur Mutterbank mit geringeren Renditen kämpft, ist ein Bewertungsabschlag vonnöten, den wir hier an der Kontrollprämie vornehmen.

¹⁴ Wir gehen hier davon aus, dass das schwächste Mitglied im Pool mehrerer Banken das höchstmögliche Machtpotenzial bestimmt.

¹⁵ $22,37 + 20,01 + 14,78 = 57,16$ %.

Group erreichbar sind, können in Tschechien höchstens eingeschränkte Machtpotenziale erworben werden.

Die zweitgrößte und älteste tschechische Bank Česká spořitelna ist seit dem Jahr 2000 Teil der österreichischen Erste Group Bank (Česká spořitelna 2018 und 2020); der Squeeze-out erfolgte jedoch erst 2018. Da die Erste Group Bank neben der tschechischen Tochterbank weitere Tochterbanken in Rumänien, Ungarn, Kroatien, Serbien und der Slowakei besitzt (Erste Group Bank 2019, S. 34), gehen wir von einem hohen strategischen Stellenwert der osteuropäischen Bankenmärkte aus. Der Segmentberichterstattung kann man entnehmen, dass die Česká spořitelna wirtschaftlich bedeutender als alle anderen Auslandsmärkte der Erste Group Bank ist und sogar höhere Erfolgsbeiträge als der österreichische Heimatmarkt lieferte (Erste Group Bank 2019, S. 197 f.). Infolgedessen erscheint ein Verkauf der Česká spořitelna ausgeschlossen, weshalb man eine Beteiligung an der Mutterbank prüfen muss. Die Aktien der börsennotierten Erste Group Bank befinden sich zu 69,6 Prozent im Streubesitz. Eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung ist aufgrund mehrerer Ankeraktionäre nicht möglich (Erste Group Bank 2019 und 2020). Bei einer Marktkapitalisierung von 15,37 Milliarden Dollar Ende 2019 und unter Berücksichtigung einer Kontrollprämie von 25 Prozent müsste ein Investor für eine einfache Mehrheitsbeteiligung an der Erste Group Bank zirka 9,61 Milliarden Dollar zahlen.

Die Komerční banka ist die drittgrößte Bank Tschechiens (Komerční banka 2020 und 2019, S. 36). Sie ist an der Prager Börse notiert. Nur 34,5 Prozent ihrer Aktien befinden sich im Streubesitz, während 65,5 Prozent der Aktien in den Händen der beiden Großaktionäre Société Générale (60,4 Prozent) und Chase Nominees Limited (5,1 Prozent) liegen, weshalb eine erfolgreiche Akquisition von Mehrheiten an der Komerční banka zwingend die Zustimmung der französischen Société Générale erfordert. Obwohl die drittgrößte Bank Frankreichs mit 33.141 Mitarbeitern in zehn osteuropäischen Ländern tätig ist, kann aufgrund der globalen Aktivitäten der Société Générale (67 Länder mit 129.586 Mitarbeitern) keine Fokussierung auf osteuropäische Märkte festgestellt werden (Société Générale 2019, S. 65 ff.). Dennoch trug die Komerční banka überdurchschnittlich zum Gesamterfolg der Mutterbank bei und war für mehr als 15 Prozent des Konzernergebnisses verantwortlich. Zudem lag die Gesamtkapitalrentabilität der Komerční banka mit 1,4 und 1,38 Prozent in den Jahren 2018 und 2019 deutlich über derjenigen der Société Générale mit 0,31 und 0,29 Prozent (Société Générale 2019, S. 66 und 311 f., sowie Komerční banka 2019, S. 84 und 86).

Da wir das Problem möglicher Übernahmen von Banken durch unliebsame Investoren nicht überschätzen wol-

len, gehen wir davon aus, dass sich die Société Générale einem Verkauf ihrer tschechischen Tochterbank verweigert, weshalb ein Investor die Société Générale übernehmen müsste, um die Komerční banka zu beherrschen. Ende des Jahres 2019 befanden sich 83,1 Prozent der Aktien der börsennotierten Société Générale im Streubesitz, weitere 10,8 Prozent in den Händen der eigenen Mitarbeiter und 6,1 Prozent beim amerikanischen Vermögensverwalter BlackRock (Société Générale 2020). Eine qualifizierte Mehrheit wäre somit erreichbar, deren Kosten sich bei einer Marktkapitalisierung von 29,23 Milliarden Dollar und der Kontrollprämie von 25 Prozent auf rund 27,4 Milliarden Dollar belaufen. Da die Société Générale nur 60,4 Prozent an der Komerční banka hält, müsste man die zur qualifizierte Mehrheit fehlenden Aktien aus dem Streubesitz der Komerční banka erwerben, was bei einer Marktkapitalisierung von 6,91 Milliarden Dollar und einer 25-prozentigen Kontrollprämie weitere 1,27 Milliarden Dollar kostet, wodurch für eine qualifizierte Mehrheit an der Komerční banka insgesamt 28,67 Milliarden Dollar zu veranschlagen sind.

3.5 Ermittlung eingeschränkter Machtpotenziale in Schweden

Die drei größten und zugleich börsennotierten schwedischen Banken sind die Svenska Handelsbanken, die Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) und die Swedbank. Nur über ihren gemeinsamen Marktanteil von 63 Prozent¹⁶ sind sie als kritische Banken klassifizierbar, denn allein erfüllen sie kein weiteres Kriterium. Die Aktien der Svenska Handelsbanken befinden sich zu 79,5 Prozent im Streubesitz, so dass eine qualifizierte Mehrheit erreichbar ist.¹⁷ Vor dem Hintergrund einer Marktkapitalisierung von 21,33 Milliarden Dollar Ende 2019 und einer Kontrollprämie von 25 Prozent würde der Kaufpreis für die qualifizierte Mehrheit an der Svenska Handelsbanken rund 20 Milliarden Dollar betragen (Svenska Handelsbanken 2020 und 2019, S. 41).

An der SEB (2019, S. 61) halten drei Großaktionäre 32,7 Prozent der Anteile; dazu gehören die Investor AB (20,8 Prozent) mit der Gründerfamilie Wallenberg, die Alecta Pension Insurance (6,6 Prozent) und die Trygg Stiftelsen

¹⁶ $23,12 + 21,52 + 18,14 = 62,78 \%$.

¹⁷ Man kann auch dem Großaktionär Industrivärden, der als Beteiligungsgesellschaft 10,3 Prozent der Anteile hält, bei einem finanziell lukrativen Angebot eine grundsätzliche Verkaufsbereitschaft unterstellen. Industrivärden 2020a, b.

(5,3 Prozent). Nach näherer Analyse schlossen wir letztlich bei allen drei Ankeraktionären eine Verkaufsbereitschaft aus. Da sich nur 67,3 Prozent der Aktien im Streubesitz befinden, ist an der SEB nur eine einfache Mehrheitsbeteiligung möglich, weshalb sich im gesamten schwedischen Bankensystem für einen Investor auch nur eingeschränkte Machtpotenziale eröffnen. Bei einer Marktkapitalisierung von 20,56 Milliarden Dollar Ende 2019 wären für eine einfache Mehrheit an der SEB inklusive Kontrollprämie zirka 12,85 Milliarden Dollar zu zahlen.

Die Aktien der Swedbank befinden sich zu 82 Prozent im Streubesitz (Swedbank 2019, S. 25). Der Erwerb einer qualifizierten Mehrheit ist somit möglich. Vor dem Hintergrund einer Marktkapitalisierung von 16,64 Milliarden Dollar Ende 2019 und einer Kontrollprämie von 25 Prozent müsste ein Investor für die qualifizierte Mehrheit an der Swedbank rund 15,6 Milliarden Dollar zahlen.

Tabelle 5: Kritische Banken mit Kaufpreis, ihre Mutterbanken und Heimatländer

Kritische Banken	Land	Mutterbanken (Sitz)	Kaufpreis Mrd. USD
Danske Bank	Dänemark		13,59
Privredna Banka Zagreb ^a	Kroatien	Intesa Sanpaolo (Italien)	43,19
Zagrebačka banka ^a		UniCredit (Italien)	30,59
UniCredit Bulbank ^a	Bulgarien	OTP (Ungarn)	2,60
DSK Bank		KBC (Belgien)	19,58
UBB ^a	Tschechien	Erste Group Bank (Österreich)	9,61
ČSOB ^a		Société Générale (Frankreich)	27,40
Česká spořitelna ^a		Streubesitz	1,27
Komerční banka ^a	Schweden		20,00
Svenska Handels- banken			12,85
SEB			15,60
Swedbank			196,28
Kaufpreis zum Mehrheitserwerb an den 12 kritischen Banken			

Anmerkung: ^a Kritische Bank nur über Erwerb der Mutterbank erreichbar.

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Tabelle 5 verdeutlicht, dass nur in Dänemark und Schweden Machtpotenziale in den Bankensystemen aufgebaut werden können, ohne den Umweg über die Mutterbanken nehmen zu müssen. Dagegen ist in den bulgarischen,

kroatischen und tschechischen Bankensystemen der Weg über die Mutterbanken unumgänglich, wenn man dort nach Machtpotenzialen strebt. Insgesamt müssten Investoren ein Vermögen von 196,28 Milliarden Dollar aufbringen, um eingeschränkte oder erweiterte Machtpotenziale in diesen fünf Ländern zu erlangen. Fraglich ist nun, ob Staatsfonds als potenzielle Investoren überhaupt über ein derartig großes Vermögen verfügen.

4 Aufzubringende Vermögensanteile von Staatsfonds

Nach Tabelle 5 müsste ein Investor insgesamt rund 196,28 Milliarden Dollar aufbringen, wenn er einfache beziehungsweise qualifizierte Mehrheiten an den kritischen Banken der EU-8-Länder erwerben wollte. Solche Investoren können mittlerweile auch Staatsfonds sein, da sie zum Teil über erhebliche Vermögen verfügen (Tabelle 1). Ein Erwerb eingeschränkter oder erweiterter Machtpotenziale in den Bankensystemen anderer Länder durch Staatsfonds autoritärer Regime kann eine Bedrohung für Demokratie und Rechtsstaatlichkeit dieser Länder darstellen. Voraussetzung ist natürlich, dass das Vermögen des jeweiligen Staatsfonds für solche Investitionen überhaupt groß genug ist.

Wie Tabelle 6 zeigt, müsste China als größte Staatsfondsnation nur 11,8 Prozent seines Fondsvolumens von 1.658 Milliarden Dollar für diese Mehrheiten bereitstellen. Bei insgesamt neun Staatsfonds liegt der Anteil am Fondsvermögen unter 100 Prozent. Sie wären demnach grundsätzlich in der Lage, solche Transaktionen durchzuführen. Eine gewisse Beunruhigung mag nach Tabelle 6 in Verbindung mit Tabelle 1 vor allem dadurch aufkommen, dass sechs dieser neun fondsverwaltenden Länder als autoritäre Regime klassifiziert wurden: China, Abu Dhabi, Saudi-Arabien, Kuwait, Katar und Dubai. Man kann ihnen aufgrund ihres Regimetyps durchaus den Status unliebsamer Investoren zuweisen.

Im Zusammenhang mit dem aufzubringenden Anteil am Staatsfondsvermögen ist noch auf dreierlei Aspekte hinzuweisen. Der erste entsteht, wenn man den Blick nicht auf die EU-8-Länder als Gruppe, sondern auf einzelne Länder richtet. Beispielsweise besitzt Dänemark eine kritische Bank und Schweden drei kritische Banken. Der Kaufpreis dieser vier kritischen Banken beträgt zusammen 62,04 Milliarden Dollar (Tabelle 5) und damit gerade einmal 3,7 Prozent des chinesischen Staatsfondsvolumens. Selbst Dubai müsste mit 29,5 Prozent noch immer weniger als ein Drittel seines Fondsvolumens von 210 Milliarden

Dollar investieren, um Einflusspotenziale in diesen beiden Ländern aufzubauen.

Der zweite Aspekt betrifft Synergieeffekte, die entstehen, wenn der Erwerb von Machtpotenzialen in einem Land weitere Machtpotenziale in anderen Ländern im Schlepptau führt und Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen nicht greifen oder umgangen werden können. Das ist beispielsweise in Schweden der Fall, denn dem Erwerb von Beteiligungen an den drei kritischen Banken in Schweden folgen neben den schwedischen Machtpotenzialen unmittelbar Machtpotenziale außerhalb der EU-8-Länder, nämlich in Estland, Lettland und Litauen. Grund hierfür sind die engen Verflechtungen des schwedischen Bankensystems mit den baltischen Bankensystemen (Körnert 2019, S. 124–27). Für die Machtpotenziale in diesen vier Ländern müsste man 48,45 Milliarden Dollar aufwenden, was nur 2,9 Prozent des chinesischen Staatsfondsvolumens entspricht.

Tabelle 6: Erforderliche Anteile am Staatsfondsvermögen zum Erwerb von Machtpotenzialen in EU-8-Ländern

	Länder mit Staatsfonds	Anteil in Prozent
1	China	11,84
2	Norwegen	16,02
3	Abu Dhabi	20,98
4	Singapur	24,07
5	Saudi-Arabien	28,16
6	Kuwait	33,16
7	Hongkong	42,99
8	Katar	59,84
9	Dubai	93,69
10	Malaysia	122,68
11	Südafrika	122,68
12	Russland	128,04
13	Kasachstan	156,27
14	Südkorea	160,49
15	Australien	191,87

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Der dritte Aspekt hängt mit dem zweiten Aspekt eng zusammen. Abermals weist der Fall Schweden darauf hin, dass außerhalb des Euroraums Machtpotenziale aufgebaut werden können, die unmittelbar auf den Euroraum einwirken – im Falle Schwedens sogar auf drei Länder des Euroraums. Auch wenn die baltischen Länder vergleichsweise kleine Länder im Euroraum sind, so fallen ihnen dennoch allein oder in Verbindung mit ande-

ren Ländern mindestens starke Vetorechte in den EU-Organen zu.

5 Fazit

Investoren können nicht in allen acht EU-Ländern außerhalb des Euroraums Machtpotenziale aufbauen. Die Bankensysteme in Polen, Rumänien und Ungarn verschließen sich solchem Streben. Anders sieht das dagegen in den restlichen fünf Ländern aus, denn die Bankensysteme in Bulgarien, Schweden und Tschechien ermöglichen Investoren den Erwerb eingeschränkter Machtpotenziale und in Dänemark und Schweden sogar erweiterter Machtpotenziale.

Wir haben in den fünf Bankensystemen, in denen Machtpotenziale erreichbar sind, insgesamt zwölf kritische Banken identifiziert. Um einfache oder qualifizierte Mehrheiten an diesen zwölf Banken zu erwerben, müssten Investoren insgesamt rund 196,28 Milliarden Dollar zahlen. Die Höhe dieses Betrages erklärt sich auch dadurch, dass in vielen Fällen die (teuren) Mutterbanken erworben werden müssten, um an die Machtpotenziale der Tochterbanken zu gelangen. Damit muss die in der Literatur von Balding (2008), Alhasel (2015) sowie Wang et al. (2021) aufgeworfene Frage, ob die Finanzkraft von Staatsfonds überhaupt ausreicht, um Märkte beeinflussen und politischen Schaden anrichten zu können, klar bejaht werden.

Sollten Staatsfonds als Investoren auftreten, dann verfügen neun von ihnen über ausreichendes Vermögen, um die entsprechenden Transaktionen durchzuführen. Von diesen neun Staatsfonds werden sechs von Regierungen autoritärer Regime geleitet und verwaltet. Die aufzubringenden Vermögensanteile betragen in China, Abu Dhabi, Saudi-Arabien und Kuwait jeweils weniger als ein Drittel. Die Sorge vor antidemokratischen und rechtsstaatsfeindlichen Einflüssen liegt damit auf der Hand. Gegen solche Einflüsse können Investitionsschutzgesetze helfen. Aber schon die Konstellationen in nur fünf EU-Ländern zeigen, dass Investitionsschutzgesetze, die länderindividuell als Flickenteppich erlassen werden, nur unzureichenden Schutz bieten. Eine mehr versprechende und angemessenere wirtschaftspolitische Wirkung könnte dagegen ein Gesetz entfalten, das in konzertierter Aktion auf EU-Ebene für alle Länder erarbeitet und erlassen wird. Weiteren Forschungsbedarf sehen wir darin, die länderspezifischen Limitationen beim Erwerb von Machtpotenzialen – auch in ihrem Zusammenspiel mit entsprechenden EU-Vorgaben – näher zu untersuchen.

Literaturverzeichnis

- Adam, H. (2007), *Bausteine der Politik*, Wiesbaden, VS Verlag.
- Albert, H. (1955), Macht und Zurechnung, *Schmollers Jahrbuch* 75, S. 57–85.
- Alhasel, B. (2015), Sovereign wealth funds: A literature review, *Journal of Economics and Business* 78(C), S. 1–13.
- Ayoubi, K. A. und G. Enjolras (2020), How Norway's sovereign wealth fund negative screening affects firms' value and behaviour, *Business Ethics* 30(1), S. 19–37.
- BaFin (2015), Merkblatt Inhaberkontrolle, online verfügbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_151123_inhaberkontrolle.html.
- Balding, C. (2008), A portfolio analysis of sovereign wealth funds, Working Paper, online verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=1141531>.
- Berk, J. und P. DeMarzo (2014), *Corporate Finance*, London, Harlow.
- Blundell-Wignall, A., Y.-W. Hu und J. Yermo (2008), Sovereign wealth and pension fund issues, *Financial Market Trends – OECD Journal* 2008(1), S. 117–32.
- BMW (2017), Proposals for ensuring an improved level playing field in trade and investment, online verfügbar unter https://www.bmw.de/Redaktion/DE/Downloads/E/eckpunkt Papier-propos als-for-ensuring-an-improved-level-playing-field-in-trade-and-investment.pdf?__blob=publicationFile&v=4.
- Brealey, R., S. Myers und F. Allen (2006), *Corporate Finance*, New York, McGraw Hill.
- Brett, D. (2017), Which stockmarket sectors have performed best over two decades?, *Schroders*, online verfügbar unter <https://www.schroders.com/en/insights/economics/which-stockmarket-sectors-have-performed-best-over-two-decades/>.
- Bulgarian National Bank (2018), Banks in Bulgaria, July–September 2018, online verfügbar unter https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/pub_b_in_b_2018_09_en.pdf.
- Buss, C. (2010), *Identifizierung übernahmegeeigneter Unternehmen*, Frankfurt/M., Verlag Peter Lang.
- Česká spořitelna (2018), Information on approval by the General Meeting of Česká spořitelna, a.s. of the squeeze-out of all other shares to Erste Group Bank AG, online verfügbar unter https://www.csas.cz/static_internet/en/Redakce/Ostatni/Ostatni_IE/Prilohy/oznameni-o-prijeti-usneseni-valne-hromady-2018-10-08.pdf.
- Česká spořitelna (2020), Who we are, online verfügbar unter <https://www.csas.cz/en/about-us/who-we-are>.
- Clausewitz, C. von (1966), *Vom Kriege*, Stuttgart, Klett.
- Cybersecurity and Infrastructure Security Agency – CISA (2021), Critical infrastructure sectors, online verfügbar unter <https://www.cisa.gov/critical-infrastructure-sectors>.
- Copeland, T., F. Weston und K. Shastri (2008), *Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik*, München, Pearson Studium.
- ČSOB (2020), About the ČSOB Group, online verfügbar unter <https://www.csob.cz/portal/en/csob/about-the-csob-group>.
- Danske Bank (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter <https://danskebank.com/-/media/danske-bank-com/file-cloud/2020/2/annual-report-2019.pdf?rev=ce58f.8c871c451ab82c07640edbc51f.amp;hash=091E45286122B94B1F719CEA4F23A799>.
- Diamond, D. W. (1984), Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* 51(3), S. 393–414.
- Economist (2019), Democracy index 2019, online verfügbar unter https://www.eiu.com/public/topical_report.aspx?campaignid=demo-cracyindex2019.
- Erste Group Bank (2019), Geschäftsbericht 2019, online verfügbar unter <https://www.erstegroup.com/de/investoren/OnlineAR2019>.
- Erste Group Bank (2020), Erste Group Bank AG – Share, online verfügbar unter <https://www.erstegroup.com/en/investors/share>.
- EU (2020), Rat der Europäischen Union, online verfügbar unter https://europa.eu/europeanunion/about-eu/institutions-bodies/council-eu_de.
- EU-Kommission (2017), Foreign direct investment, online verfügbar unter https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2017/september/tradoc_156040.pdf.
- EU-Kommission (2020a), List of screening mechanisms notified by Member States, online verfügbar unter https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157946.pdf.
- EU-Kommission (2020b), Guidance to the Member States concerning foreign direct investment and free movement of capital from third countries, and the protection of Europe's strategic assets, ahead of the application of Regulation (EU) 2019/452 (FDI Screening Regulation), online verfügbar unter https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2020/march/tradoc_158676.pdf.
- Europäische Zentralbank – EZB (2016), What is a qualifying holding?, online verfügbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/qh.en.html>.
- Europäische Zentralbank – EZB (2020a), Einheitlicher Aufsichtsmechanismus, online verfügbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.de.html>.
- Europäische Zentralbank – EZB (2020b), List of supervised entities, online verfügbar unter <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.listofsupervisedentities202002.en.pdf>.
- Europäische Zentralbank – EZB (2021), EU structural financial indicators, online verfügbar unter <https://sdw.ecb.europa.eu/servlet/desis?node=1000002869>.
- Finanzstabilitätsrat – FSB (2019), 2019 list of global systemically important banks (G-SIBs), online verfügbar unter <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P221119-1.pdf>.
- Gilmour, A., G. Yates und I. Douglas (2017), Control premium study 2017, online verfügbar unter https://www.rsm.global/australia/sites/default/files/media/Special%20Report/Control%20Premium%20Study/2017/1704_control_premium_study_2017.pdf.
- Guserl, R. und H. Pernsteiner (2015), *Finanzmanagement*, München, Gabler.
- Industrivärden (2020a), Industrivärden at a glance, online verfügbar unter <https://www.industrivarden.se/en-gb/operations/industrivarden-at-a-glance/>.
- Industrivärden (2020b), Share structure, online verfügbar unter <https://www.industrivarden.se/en-gb/investors/industrivardens-stock/share-data/share-structure/>.
- Intesa Sanpaolo (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/bilanci-relazioni-en/2019/20200430_BILANCI_2019_Def_uk.pdf.
- Junghanns, T. und J. Körnert (2022a), The potential for a sovereign wealth fund to acquire and exert influence over the Eurozone, *Intereconomics* 57(3), S. 179–86.
- Junghanns, T. und J. Körnert (2022b), Übernahmeresistenz europäischer Bankensysteme, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 75(9), S. 402–04 und 458–62.

- Junghanns, T. und J. Körnert (2022c), Politische Abhängigkeiten und Investitionsverhalten des chinesischen Staatsfonds CIC, *Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere*, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Universität Greifswald, Nr. 1.
- Jyske Bank (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter <https://jyskebank.com/investorrelations/financialstatements/financialstatementdetails/ce3f.799-6aad-47ab-9d78-fc24594be7cc>.
- KBC Group (2017), Annual report for 2017, online verfügbar unter https://www.kbc.com/content/dam/kbccom/doc/investor-relations/Results/JVS_2017/JVS_2017_GRP_en.pdf.
- KBC Group (2019), Annual report for 2019, online verfügbar unter https://www.kbc.com/content/dam/kbccom/doc/investor-relations/Results/JVS-2019/JVS_2019_GRP_en.pdf.
- KBC Group (2020a), Number of shares, online verfügbar unter <https://www.kbc.com/en/investor-relations/shareholder-information/number-of-shares.html>.
- KBC Group (2020b), Who we are, online verfügbar unter <https://www.kbc.com/en/about-us/who-we-are.html>.
- Koch-Weser, I. N. und O. D. Haacke (2013), China Investment Corporation: Recent developments in performance, strategy, and governance, online verfügbar unter [https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/China %20Investment %20Corporation_Staff %20Report_0.pdf](https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/China%20Investment%20Corporation_Staff%20Report_0.pdf).
- Kolbeck, R. (1971), *Bankbetriebliche Planung*, Wiesbaden, Gabler.
- Komerční banka (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter <https://www.kb.cz/en/about-the-bank/for-investors/news/annual-report-2019>.
- Komerční banka (2020), KB Shares, online verfügbar unter <https://www.kb.cz/en/about-the-bank/for-investors/shareholders-shares-and-dividends/kb-shares>.
- Körnert, J. (2000), Theorien über Dominoeffekte im Bankensystem, in: J. Holst und M. Wilkens (Hrsg.), *Finanzielle Märkte und Banken*, Berlin, Berliner Wissenschafts-Verlag, S. 365–99.
- Körnert, J. (2019), Auslandsbanken in den Bankensystemen des Baltikums, in: J. Körnert, J. Lege und K. Grube (Hrsg.), *Recht trifft Wirtschaft*, Berlin, Duncker&Humblot, S. 113–46.
- Körnert, J. und T. Junghanns (2019), Einflusspotentiale von Staatsfonds auf die Bankensysteme Maltas und Zyperns, *Bank-Archiv* 67(9), S. 656–62.
- Körnert, J. und T. Junghanns (2020), The potential for sovereign wealth funds to exert influence through critical banks of the five smallest EU member states, *Credit and Capital Markets* 53(2), S. 187–220.
- Körnert, J. und T. Junghanns (2021), Zweckentfremdung von Staatsfonds in Irland und Spanien, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 74(8), S. 581–83.
- Kraft, G., M. Jäger und A. Dreiling (2003), Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, *Arbeitspapier aus dem Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Halle-Wittenberg*, Heft 11.
- Krahnen, J. P. und R. H. Schmidt (Hrsg.) (2004), *The German financial system*, Oxford, Oxford University Press.
- Kühnberger, M. (2017), *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, Wiesbaden, Springer.
- Marchenko, N. (2019), Sanctioned Russian oligarch – shareholder in DSK Bank, online verfügbar unter <https://bivol.bg/en/sanctioned-russian-oligarch-shareholder-in-dsk-bank.html>.
- Meier, A. (2020), Zypern blockiert Belarus-Sanktionen, *Der Tagesspiegel* vom 21. September.
- Nolte, B., R.-D. Nolting und P. Sarau (2004), Asset Allocation, Das Beispiel des norwegischen Petroleumfonds, *Bank-Archiv* 52, S. 253–60.
- Norges Bank Investment Management (2019), Governance Model, online verfügbar unter <https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/>.
- OTP Bank (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/otp-bank_2019.pdf.
- OTP Bank (2020), Articles of association of the company, online verfügbar unter https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/OTP_Bylaws_20200604.pdf.
- Privredna Banka Zagreb (2020), About PBZ, online verfügbar unter <https://www.pbz.hr/en/gradjani/o-nama/o-banci.html>.
- Reiche, D. (2008), Staatsfonds als neues Instrument der Klimaschutzpolitik, *Wuppertal Papers* 173.
- Risius, J. M. (2007), *Business valuation: a primer for the legal profession*, Chicago, American Bar Association.
- Schildbach, J. (2017), Groß oder klein? Wie man die Größe einer Bank misst, EU-Monitor vom 14. Juni, Deutsche Bank Research, Frankfurt/M.
- Schmid, J. und D. Buhr (2015), *Wirtschaftspolitik*, Paderborn, UTB-Schöningh.
- Schumpeter, J. A. (1939), *Business cycles*, New York, McGraw-Hill.
- SEB (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter <https://www.groupeseb.com/en/news/2019-annual-report>.
- Société Générale (2019), Annual financial report 2019.
- Société Générale (2020), Share Capital, online verfügbar unter <https://investors.societegenerale.com/en/financial-and-extra-financial-information/share/shareholder-structure>.
- Standard & Poor's (2019), S&P global ratings, Credit ratings performance, Measurement statistics, online verfügbar unter www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF?articleId=2400362&type=COMMENTS&subType=REGULATORY.
- Statista (2020a), Number of banks in Europe (EU28) as of July 2022, by country, online verfügbar unter www.statista.com/statistics/940867/number-of-banks-in-europe-by-country/.
- Statista (2020b), Largest banks in Denmark in 2019, by total assets (in billion DKK), online verfügbar unter <https://www.statista.com/statistics/1051538/leading-banks-in-denmark-by-total-assets/>.
- Studienkommission (1979), Bericht der Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“, *Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen*, Heft 28, Bonn.
- Svenska Handelsbanken (2019), Annual report 2019.
- Svenska Handelsbanken (2020), About the share, online verfügbar unter <https://www.handelsbanken.com/en/investor-relations/the-share/about-the-share>.
- Swedbank (2019), Annual and sustainability report 2019, online verfügbar unter https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/s/swedbank-ab_2019.pdf.
- SWFI (2019), Sovereign wealth fund rankings, online verfügbar unter <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.
- SWFI (2020a), Top 89 largest Sovereign Wealth Fund rankings by total assets, online verfügbar unter <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>.
- SWFI (2020b), Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI), online verfügbar unter <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>.

- Tradingeconomics (2020), Credit rating – by country, online verfügbar unter <https://tradingeconomics.com/country-list/credit-rating>.
- Transparency International (2019), CPI 2019: Tabellarische Rangliste, online verfügbar unter <https://www.transparency.de/cpi/cpi-2019/cpi-2019-tabellarische-rangliste/?L=0>.
- UBB (2017), KBC completes acquisition of United Bulgarian Bank and Interlease, online verfügbar unter <https://www.ubb.bg/en/news/view/kbc-prikluchva-sdelkata-po-pridobivane-na-obednena-bylgarska-banka-i-interlijz>.
- UBB (2019), United Bulgarian Bank AD, Annual report 2019, online verfügbar unter <https://www.ubb.bg/en/about/reports>.
- UniCredit (2019), Annual report and accounts 2019, online verfügbar unter <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicredit-group-eu/documents/en/investors/financial-reports/2019/4Q19/2019-Annual-Report-and-Accounts.pdf>.
- Vasudeva, G., L. Nachum und G.-D. Say (2018), A signalling theory of institutional activism: How Norway's sovereign wealth fund investments affect firms' foreign acquisitions, *Academy of Management Journal* 61(4), S. 1583–611.
- Wang, D., R. J. Weiner, Q. Li und S. Jandhyala (2021), Leviathan as foreign investor: Geopolitics and sovereign wealth funds, *Journal of International Business Studies* 52(7), S. 1238–55.
- Weber, M. (1980), *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen, J. C. B. Mohr.
- Weiss, Martin (2008), Sovereign wealth funds: Background issues and policy issues for congress, in: T. Carson und W. Litmann (Hrsg.), *Sovereign wealth funds*, New York, Nova Science, S. 1–20.
- Wolff, Johanna (2009), *Ausländische Staatsfonds und staatliche Sonderrechte*, Berlin, Berliner Wissenschafts-Verlag.
- Zagrebačka banka (2019), Annual report 2019, online verfügbar unter <https://www.zaba.hr/home/en/about-us/investors/financial-reports-archives/2019>.
- Zagrebačka banka (2020), About us, online verfügbar unter <https://www.zaba.hr/home/en/about-us/about-us/history>.
- Zalan, E. (2017), Macron's investment screening idea watered down by leaders, *EUObserver* vom 23. Juni, online verfügbar unter <https://euobserver.com/economic/138341>.