



# Der Staat als langfristiger Investor

**Michael Peneder, Susanne Bärenthaler-Sieber,  
Michael Böheim, Thomas Url**

---

Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger,  
Nicole Schmidt-Padickakudy,  
Anna Strauss-Kollin

Jänner 2021

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

# Der Staat als langfristiger Investor

Michael Peneder, Susanne Bärenthaler-Sieber,  
Michael Böheim, Thomas Url

**Jänner 2021**

---

**Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung  
Im Auftrag der Österreichischen Beteiligungs AG**

Begutachtung: Werner Hölzl

Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauninger, Nicole Schmidt-Padickakudy, Anna Strauss-Kollin

Trotz vergangener Privatisierungswellen kommt dem Staat infolge der Globalisierung weltweit weiterhin eine große Bedeutung als Eigentümer von Unternehmen zu. Die vorliegende Studie bietet eine aktuelle Bestandsaufnahme zur standort- und industriepolitischen Bedeutung des Staates als langfristiger Investor. Sie untersucht anhand theoretischer Überlegungen, internationaler empirischer Evidenz sowie der jüngsten weltweiten Entwicklung die Einsatzmöglichkeiten und Grenzen von staatlichen Unternehmensbeteiligungen.

2021/014-2/S/WIFO-Projektnummer: 2520

© 2021 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,  
1030 Wien, Arsenal, Objekt 20 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 • <https://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 50 € • Kostenloser Download: <https://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/66819>

## Inhalt

<b>Executive Summary</b>	<b>3</b>
<b>1. Einleitung</b>	<b>5</b>
<b>2. Unternehmensfinanzierung und Standortqualität</b>	<b>6</b>
2.1 Das Eisbergmodell der Wettbewerbsfähigkeit	6
2.2 Steuerungs- und Kontrollprobleme in der Unternehmensführung	7
2.3 Die Struktur der Unternehmensfinanzierung	9
2.4 Marktunvollkommenheiten in der Unternehmensfinanzierung	12
2.5 Entwicklungsstand des österreichischen Kapitalmarkts	16
<b>3. Öffentliche Unternehmensbeteiligungen</b>	<b>19</b>
3.1 Öffentliches versus privates Eigentum an Unternehmen	19
3.2 Österreichs Verstaatlichte Industrie	21
3.3 Staatsfonds als Phänomen der Globalisierung	27
3.4 Umfang staatlicher Unternehmensbeteiligungen im internationalen Vergleich	33
3.5 Internationale Literatur zur Wirkung langfristiger Staatsbeteiligungen	38
3.6 Internationale Beispiele	39
3.6.1 Temasek	39
3.6.2 Solidium	42
<b>4. Der Staat als strategischer „Ankeraktionär“: ausgewählte Aspekte</b>	<b>47</b>
4.1 Unternehmenszentralen als Standortfaktor	47
4.2 Großaktionäre als Instrument zur Kontrolle der Geschäftsleitung	48
4.3 Implizite staatliche Bestandsgarantien erleichtern den Zugang zur Außenfinanzierung	50
4.4 Blockade feindlicher Übernahmen mindert Marktwert des Unternehmens	51
4.5 Staatliche Beteiligungen und radikale Innovationen	52
4.6 Gesellschaftsrechtliche Aspekte des strategischen Eigentums	53
4.7 Grenzen des Einflusses von Ankeraktionären	54
4.8 Stiftungen als strategische Eigentümer	54
4.9 Strategisches Eigentum der öffentlichen Hand	56
<b>5. Zusammenfassende wirtschaftspolitische Wertung</b>	<b>57</b>
<b>Literaturhinweise</b>	<b>63</b>

## Executive Summary

Veränderungen der ökonomischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen beeinflussen die Rolle des Staates als Eigentümer von Unternehmen. Dabei sind staatliche Beteiligungen als besonders starke Form öffentlicher Intervention in einer hochentwickelten Marktwirtschaft immer die Ausnahme und müssen einer besonders sorgfältigen Prüfung unterzogen werden. Die Bestandsaufnahme aktueller Entwicklungen zeigt u.a. folgende Punkte auf:

- **Globalisierung:** Trotz vergangener großer Privatisierungswellen befindet sich das öffentliche Eigentum an Unternehmen weltweit keineswegs im Rückzug. Ende 2017 waren von den 10 Tausend größten börsennotierten Unternehmen rund 14% in der öffentlichen Hand. Führend ist China, gefolgt von Schwellenländern und anderen Nationen in Asien.
- **Governance:** Staatliche Beteiligungen sind ein mögliches Instrument zur Stärkung der Eigenkapitalbasis von privaten Unternehmen. Notwendige Voraussetzung ist aber die Lösung von Steuerungs- und Kontrollproblemen durch eine wirksame *Corporate Governance*. Die Kernfrage ist daher, ob der Staat als Eigentümer diese leisten kann. Die historische Erfahrung der Verstaatlichten Industrie in Österreich spricht gegen eine optimistische Einschätzung. Ebenso zeigt die internationale Literatur, dass öffentliche Unternehmen oft weniger effizient und rentabel geführt werden als private. Vor diesem Hintergrund überrascht die wachsende globale Bedeutung sog. Staatsfonds. In Österreich bestehen weder die Voraussetzungen noch der Bedarf für einen klassischen Staatsfonds. Dennoch haben diese international zu einem Wandel im Grundverständnis öffentlicher Unternehmensbeteiligungen geführt. Die wichtigste Schlussfolgerung aus den internationalen Beispielen besteht darin, dass sich staatliche Beteiligungsgesellschaften konsequent aus dem operativen Management der Beteiligungsunternehmen zurückziehen und sich auf die Nominierung gut qualifizierter Aufsichtsräte bzw. Vorstände konzentrieren.
- **Ankeraktionäre:** Beteiligungsgesellschaften wollen ihre Erträge durch ein aktives Beteiligungsmanagement maximieren. Im Fall von *Solidium* kommt dazu das öffentliche Mandat finnisches Eigentum an Unternehmen von nationaler Bedeutung zu sichern. Eine wirksame *Corporate Governance* vorausgesetzt kann (außerhalb der Daseinsvorsorge) ein unterentwickelter Kapitalmarkt das Motiv für *strategisches* öffentliches Eigentum sein. Konkrete Anlässe für eine industriepolitische Intervention mithilfe öffentlicher Minderheitsbeteiligungen können z.B. die Absicherung von Unternehmenszentralen (*Headquarter*) sein, wenn diesen gesamtwirtschaftlich eine besondere strategische Bedeutung für den Standort zukommt. Diese liegt z.B. dann vor, wenn ein besonderer technologischer Vorsprung, kritische Logistikfunktionen oder positive externe Effekte für die Standortentscheidung anderer Unternehmen betroffen sind. Die Übergabe mittelgroßer und großer heimischer nicht-börsennotierter Familienunternehmen erfolgt i.d.R. nicht über den Kapitalmarkt und kann ein Anlass für eine zeitlich befristetes öffentliches Engagement zur Stärkung privater Investorengruppen sein.
- **Krisenkapital:** Im Zuge von tiefgreifenden exogenen Schocks wie der *COVID-19* Pandemie können staatliche Beteiligungen den Weiterbestand von an sich wettbewerbsfähigen

Unternehmen sichern, an denen die öffentliche Hand ein besonderes Interesse hat. Dieses Krisenkapital kann eine sinnvolle Alternative zu reinen Förderungen ohne öffentlichen Eigentumserwerb sein, weil dadurch sichergestellt wird, dass es von den betroffenen Unternehmen nur im Notfall in Anspruch genommen wird. Zusätzlich haben Unternehmen mit staatlichem Kerneigentum in Krisenzeiten einen leichteren Zugang zum Anleihemarkt und können sich dort auch kostengünstiger verschulden.

Die Rolle des Staates als langfristiger Investor erfordert daher eine differenziertere Betrachtung als es der traditionellen Dichotomie von Verstaatlichung versus Privatisierung entspricht. Denn international haben sich sowohl das Grundverständnis als auch die Aufgaben öffentlicher Unternehmensbeteiligungen in den vergangenen Jahrzehnten gewandelt. Insbesondere Ansätze für ein aktives Beteiligungsmanagement zur Umsetzung standortpolitischer Ziele weisen auf eine zunehmend strategische Orientierung. Für Österreich ergeben sich vor dem Hintergrund der eigenen historischen Erfahrungen sowie der konkreten Ausgangssituation u.a. drei Eckpfeiler für eine *Strategie zur Stärkung der Eigenkapitalbasis privater Unternehmen durch öffentliche Ankeraktionäre*:

- Die Beschränkung auf gut *begründete Ausnahmefälle* (z.B. Daseinsvorsorge, kritische Infrastruktur oder Absicherung standortpolitisch wichtiger Unternehmenszentralen) wenn und solange als am Standort private Ankeraktionäre fehlen.
- Eine wirksame *Corporate Governance*, die sowohl politische Einflussnahmen auf operative Entscheidungen konsequent und glaubhaft unterbindet als auch nachhaltige Wertsteigerungen der öffentlichen Beteiligungen durchsetzt.
- Temporäres *Krisenkapital* für Unternehmen, die an sich wettbewerbsfähig und für den Standort von besonderer Bedeutung sind, erfordert jeweils ein explizites Ausstiegsszenario (z.B. Börsengang, Übernahme durch private Ankeraktionäre).

## 1. Einleitung

Die vorliegende Untersuchung befasst sich mit der Rolle des Staates als langfristiger Investor und strategischer Eigentümer von Unternehmensanteilen. Nach wechselhaften historischen Erfahrungen mit den Verstaatlichten Industrien sowie den darauffolgenden Privatisierungen sind die internationalen Rahmenbedingungen weiter einem beständigen Wandel durch Globalisierung, technologische Veränderungen sowie wiederkehrende Krisen unterworfen. Dabei zeigen die internationalen Entwicklungen, dass sich das Grundverständnis und die Aufgaben öffentlicher Unternehmensbeteiligungen in den vergangenen Jahrzehnten wesentlich gewandelt haben. Neben das bloße Verwalten von Anteilen an ehemals verstaatlichten Unternehmen tritt zunehmend der Ruf nach einem aktiven Beteiligungsmanagement, teils mit rein finanzwirtschaftlichen Zielen, teils mit standortpolitischen oder gesellschaftspolitischen Zielen begründet. Bemerkenswert sind auch Beispiele, wo sich der Staat auf Minderheitsanteile beschränkt und gleichzeitig als „Ankeraktionär“ Produktionsstandorte im globalen Wettbewerb sichern möchte.

In der wirtschaftspolitischen Diskussion in Österreich haben diese neueren Entwicklungen bislang wenig Spuren hinterlassen. Zu tief sitzt der Schock über die vergangenen Krisen der Verstaatlichten Industrie, zu groß ist die Erleichterung über die weitgehend erfolgreichen Privatisierungen danach. Zudem ist staatliches Eigentum an Unternehmen eine besonders starke Form öffentlicher Eingriffe und bedarf einer ebenso sorgfältigen Prüfung der Beweggründe sowie der verfügbaren empirischen Evidenz. Dabei erweist sich die Bestimmung der konkreten Trennlinie für oder gegen eine staatliche Intervention in der Praxis oft als schwierig.

Die vorliegende Studie zielt auf eine aktuelle Bestandsaufnahme sowohl von theoretischen Überlegungen als auch der internationalen empirischen Evidenz zur Rolle des Staates als langfristiger Investor. Die Ausführungen sind in fünf Kapitel gegliedert. Der Einleitung folgen in Kapitel 2 grundsätzliche Überlegungen zur Funktion der Unternehmensfinanzierung als ein Bestimmungsfaktor der Standortqualität sowie zu deren Struktur und Entwicklungsstand in Österreich. Kapitel 3 rückt die Frage nach öffentlichem versus privatem Eigentum an Unternehmen in den Mittelpunkt und stellt dabei die historische Erfahrung der Verstaatlichten Industrie in Österreich der jüngeren Entwicklung global agierender Staatsfonds gegenüber. Es folgen internationale Daten zur Größe des öffentlichen Unternehmenssektors sowie ein Literaturüberblick zu dessen Wirkungen und zwei internationale Beispiele staatlicher Holdings mit teils sehr unterschiedlichen Zielsetzungen und Instrumenten. In Kapitel 4 liegt der Fokus schließlich auf ausgewählten Aspekten des Staates als strategischem „Ankeraktionär“. Diese reichen von der Absicherung zentraler Unternehmensfunktionen (*Headquarters*) über Großaktionäre als Instrument zur Kontrolle der Geschäftsleitung, dem erleichterten Zugang zu externen Finanzierungen, Barrieren für feindliche Übernahmen bis hin zu gesellschaftsrechtlichen Aspekten. Kapitel 5 bietet eine kurze Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Wertung, die für gut zu begründende Ausnahmesituationen sowohl Chancen als auch beträchtliche Risiken öffentlicher Unternehmensbeteiligungen aufzeigt.

## 2. Unternehmensfinanzierung und Standortqualität

### 2.1 Das Eisbergmodell der Wettbewerbsfähigkeit

Das WIFO versteht unter Wettbewerbsfähigkeit „die Fähigkeit eines Wirtschaftssystems, nachhaltig hohe reale Einkommen zu schaffen und die sozialen und ökologischen Lebensverhältnisse unter fortlaufender Veränderung und Gestaltung der Rahmenbedingungen zu verbessern.“<sup>1</sup> Das *Eisbergmodell* der Wettbewerbsfähigkeit führt deren Ziele, Bestimmungsfaktoren sowie Indikatoren schematisch zusammen (Abbildung 1). Die Bezeichnung „Eisberg“ verweist darauf, dass die grundlegenden Bestimmungsfaktoren oft schwer beobachtbar sind, während die uns zur Verfügung stehenden statistischen Kennzahlen nur dessen sichtbarste Oberfläche abbilden. Sie helfen bei der „Verortung“ der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes im internationalen Vergleich, können *per se* aber noch nicht deren konkrete Ursachen anzeigen, die in den darunterliegenden Schichten angesiedelt sind.

An der Spitze des Eisbergmodells steht (wenn wir an dieser Stelle von den weiterreichenden gesellschaftspolitischen Zielen absehen) die gesamtwirtschaftliche Produktivität in ihren verschiedenen Ausprägungen. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist das primäre Maß der Produktionsleistung einer Volkswirtschaft.<sup>2</sup> Das durchschnittliche Pro-Kopf Einkommen (BIPpc) zeigt die reale Kaufkraft und ist damit ein Indikator für den materiellen Wohlstand in der Gesamtwirtschaft. Die besondere Bedeutung dieser Kennzahl beruht u.a. darauf, dass sie sowohl mit der Arbeitsproduktivität als auch mit dem Arbeitsvolumen steigt und somit das Doppelziel von hohen Einkommen und hoher Beschäftigung in einer Kennzahl vereint.<sup>3</sup>

Unter dem Oberbegriff *Ressourcen* fasst das Schichtenmodell in der zweiten Ebene die Beiträge der Produktionsfaktoren Kapital, Arbeit und Wissen (i.S. der Multifaktorproduktivität, MFP) als unterschiedliche Komponenten der Wertschöpfung zusammen.<sup>4</sup> Eine Schicht tiefer trägt die dritte Ebene die Bezeichnung *Strukturen*. Sie wird von charakteristischen Unterschieden der Markt- und Produktionsbedingungen geprägt. Beispiele sind die Zusammensetzung der Nachfrage, der Einsatz unterschiedlicher Technologien, die internationale Arbeitsteilung innerhalb globaler Wertschöpfungsketten oder die Struktur der Unternehmensfinanzierung (siehe Abschnitt 2.3).

Auch für die strukturellen Bestimmungsfaktoren der Wettbewerbsfähigkeit stellt sich letztlich die Frage nach den jeweils zugrundeliegenden Ursachen. In der noch tiefer liegenden

---

<sup>1</sup> WIFO-Themenplattform *Wettbewerbsfähigkeit*: <https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/main.jart?rel=de&content-id=1567438938683&reserve-mode=active>

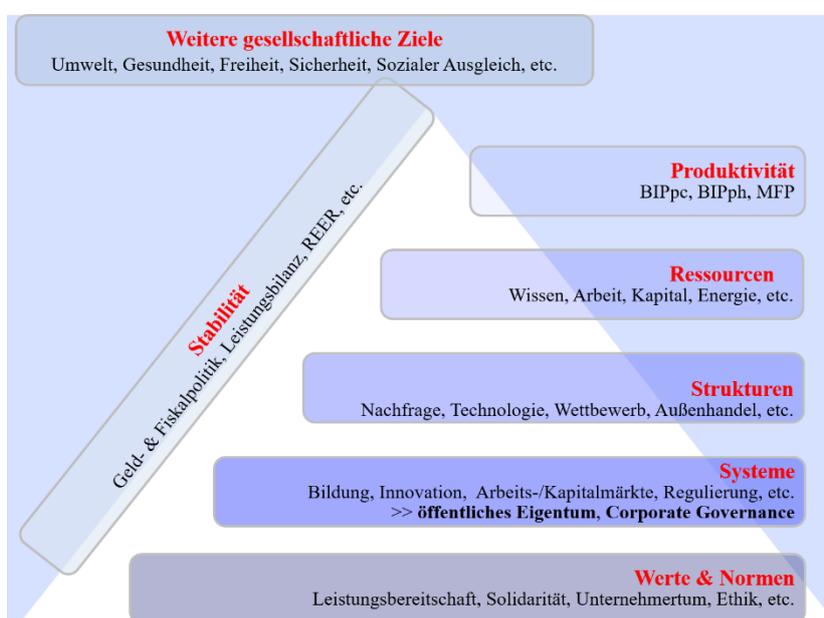
<sup>2</sup> Prettnner – Leitner (2019).

<sup>3</sup> Die *Arbeitsproduktivität* (BIPph) wiederum wird neben dem Umfang der Kapitaleleistungen, von der technischen Effizienz oder der sog. *Multifaktorproduktivität* (MFP) bestimmt. Diese entspricht der Produktivität im engsten Sinn und wird als Restgröße ermittelt, nachdem der Beitrag aller Inputfaktoren von der realen Wertschöpfung abgezogen wurde.

<sup>4</sup> Vorleistungen wie zugekauftes Wissen, Energie und andere Rohstoffe gehören zwar nicht zur Wertschöpfung, können aber als Bestandteil der Bruttoproduktion indirekt auf das Einkommen wirken. Die Ermittlung der MFP als Residuum führt dazu, dass diese alle Messfehler und Abweichungen vom theoretischen Grundmodell aufnimmt.

Systemebene befinden sich dazu zahlreiche institutionelle Faktoren, welche Ansatzpunkte für die Umsetzung konkreter politischer Maßnahmen bieten. Beispiele dafür sind die öffentliche Sicherheit, die Rechts-, Bildungs- und Innovationssysteme, die öffentliche Infrastruktur sowie die Arbeits- und Kapitalmärkte.<sup>5</sup> Auf dieser Systemebene findet die Politik ihre eigentlichen Interventionskanäle, um die Leistung in den oberen Ebenen zu beeinflussen. Neben einer Vielzahl von Maßnahmen und Regulierungen, welche die strukturellen Faktoren eines Wirtschaftssystems beeinflussen können, gehört dazu auch die Frage nach dem Einsatz öffentlicher Unternehmensbeteiligungen – und hier insbesondere die Rolle des *Staats als langfristiger Investor*.

Abbildung 1: **Das Eisberg Modell der Wettbewerbsfähigkeit**



Q: Peneder (2017). REER ... Real Effektive Wechselkurse; BIPpc ... BIP pro Kopf; BIPph ... BIP je Arbeitsstunde; MFP ... Multifaktorproduktivität.

## 2.2 Steuerungs- und Kontrollprobleme in der Unternehmensführung

Mit dem Augenmerk auf die Rolle des Staates als langfristiger Investor rücken Fragen nach der effizienten Unternehmensführung und -kontrolle in den Mittelpunkt. Sogenannte *Prinzipal-Agenten-Modelle* machen dabei auf Probleme *asymmetrischer Information* aufmerksam. Demnach besitzt das Management eines Unternehmens (als Auftragnehmer oder Agent) einen systematischen Informationsvorsprung gegenüber den Eigentümern (als Auftraggeber oder Prinzipal) und kann diesen zum eigenen Vorteil nutzen. In einer Welt mit vollkommener Information können die Auftraggeber „ehrliche“ Auftragnehmer von den „falschen“ Agenten unterscheiden

<sup>5</sup> Noch eine Ebene tiefer gehend hängt die Leistungsfähigkeit einer Wirtschaft schließlich von den vorherrschenden kulturellen Werten und Normen ab, die das menschliche Verhalten prägen. Beispiele dafür sind unternehmerische Initiative, Leistungsbereitschaft, aber auch Vertrauen oder Solidarität.

und unter Wettbewerbsbedingungen ihre Auswahl entsprechend zugunsten der zuverlässigen Agenten treffen. In unvollkommenen Märkten mit Informationsvorteilen für die Agenten stehen die Auftraggeber aber vor zwei Problemen:

- a) Unsicherheit über die Qualität der Projekte, die systematisch zu einer negativen Auslese (*adverse selection*) zugunsten schlechter Projekte führen kann.
- b) Unsicherheit über das Verhalten der Agenten, das zu einem „moralischen“ Risiko (*moral hazard*) führt, wenn „ehrliche“ Agenten über keine robuste, vor Täuschungen sichere Methode verfügen, um ihre zuverlässige Erfüllung des Auftrags glaubhaft zu machen.

Tirole (2006, S. 16ff) nennt zahlreiche Beispiele für ein solches, von den Zielsetzungen der Investoren abweichendes Verhalten. Dazu gehören u.a.:

- Geringere Leistungsbereitschaft
- Vermeiden von notwendigen aber persönlich unangenehmen Konflikten
- Unproduktive Ausgaben für prestigeträchtige Projekte
- Nutzen persönlicher Vergünstigungen (z.B. teure Dienstautos/-reisen)
- Bevorzugung persönlicher Netzwerke (Familie, Freunde, etc.)
- „Verschanzungsstrategien“ zur Vermeidung von Risiko
- Exzessives Risiko als letzter Ausweg, wenn es trotzdem schlecht läuft

Die volkswirtschaftlichen Kosten dieser asymmetrischen Verteilung von Information reichen von ineffizienten Managementleistungen über zusätzliche Ausgaben für Monitoring und externe Überprüfungen bis hin zum Scheitern der externen Finanzierung von Projekten. Das Ziel einer guten *Corporate Governance* besteht daher darin, die Anreize für das Management eines Unternehmens möglichst kongruent mit den Zielen der Eigentümer zu gestalten sowie Mittel und Wege dafür zu finden, dass sich das Management glaubwürdig dazu verpflichtet, die größtmöglichen Erträge an die Investoren zurückzugeben.

Viele dieser Aspekte betreffen die konkrete Ausgestaltung der individuellen Beziehungen zwischen dem Management und den Anteilseignern eines Unternehmens. Im Eisbergmodell spielen in der Ebene struktureller Standortfaktoren sowohl der Wettbewerb auf den Produktmärkten als auch die Entwicklung der Kapitalmärkte, welche durch die intensive Beobachtung und beständige Bewertung der Unternehmen eine disziplinierende Wirkung auf das Management ausüben, eine wichtige Rolle. Dennoch gilt: „*competition will never substitute for a proper governance structure*,“<sup>6</sup> weshalb im Lauf der Zeit immer wieder neue institutionelle Antworten auf die dringlichsten Anreiz- und Kontrollprobleme entstanden sind. Dazu gehören freiwillige monetäre Anreize (z.B. Aktienoptionen, erfolgsabhängige Gehaltszulagen)<sup>7</sup> ebenso wie die gesetzliche Verpflichtung zu Audits durch externe Wirtschaftsprüfer sowie die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsräten zur Wahrung der Eigentümerinteressen.

---

<sup>6</sup> Tirole (2006, S. 29).

<sup>7</sup> Während Aktienoptionen von der Marktbewertung der Unternehmen und damit auch von deren längerfristigen Potenzial abhängen, orientieren sich Gehaltsboni i.d.R. an den aktuellen, in der eigenen Buchführung ausgewiesenen Gewinnen und damit am kurzfristigen Erfolg. Siehe Tirole (2006, S. 22).

## 2.3 Die Struktur der Unternehmensfinanzierung

Probleme asymmetrischer Information treten in vielfältiger Form auf. Für diese Untersuchung sind sie v.a. im Zusammenhang mit dem jeweiligen System der Unternehmensfinanzierung von Bedeutung. Die Finanzierung unternehmerischer Aktivitäten wurde aber in vielen wirtschaftstheoretischen Modellen ausgeblendet. In der Mikroökonomie fehlen z. B. in den allgemeinen Gleichgewichtsmodellen von Arrow und Debreu-Typ Geld- und Kapitalmärkte. In der Makroökonomie blenden viele Wachstumsmodelle auf der Grundlage von Lucas (1988) mögliche Finanzierungsbeschränkungen aus. Zusätzlich legten Modigliani – Miller (1958) ein theoretisches Modell vor, in dem – unter der Annahme eines perfekten Kapitalmarktes – der Unternehmenswert und damit auch sämtliche Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens von der Finanzierungsstruktur unabhängig sind.

Zwei Beobachtungen am Beginn der 1990-Jahre brachten die potentiell große Wirkung der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens auf dessen Investitionsverhalten wieder ins Zentrum der Forschung. Fazzari *et al.* (1988) zeigten, dass das Investitionsverhalten nichtfinanzieller Unternehmen von ihrer Zugangsmöglichkeit zur Außenfinanzierung abhängt: US-Unternehmen, deren Außenfinanzierungskosten relativ zu den Kosten der Innenfinanzierung hoch waren, hatten tendenziell einen Finanzierungsengpass und konnten profitable Investitionsmöglichkeiten nicht wahrnehmen. Die Abhängigkeit des Investitionsvolumens vom verfügbaren Cashflow zeigt Andres (2011) für deutsche Unternehmen. Kurz danach stellten King – Levine (1993) in einem internationalen Vergleich fest, dass nichtfinanzielle Unternehmen in besser entwickelten Finanzmärkten ein höheres Produktivitätswachstum verzeichnen, d. h. auf besser entwickelten Finanzmärkten sind die Bedingungen zur Außenfinanzierung von Investitionsvorhaben besser, und daher erneuert sich der Bestand produktiver Anlagen in den Unternehmen rascher. Nach der Finanzmarktkrise des Jahres 2007<sup>8</sup> erhielt diese Literatur einen weiteren Schub und es wurden unzählige Modelle mit Liquiditätsengpässen entwickelt.<sup>9</sup>

Tirole (2006) unterscheidet Finanzierungsinstrumente grob nach Innen- und Außenfinanzierung. Bei der Innenfinanzierung werden die Erträge des Unternehmens nach Abzug der Steuern nicht an die Investoren ausgezahlt, sondern verbleiben im Unternehmen und dienen der Finanzierung von Investitionsprojekten (Reinvestition). Die Außenfinanzierung erfolgt entweder durch die Aufnahme von Eigen- oder von Fremdkapital am Kapital- bzw. Kreditmarkt. Die informelle – d. h. nicht über einen Markt abgewickelte, sondern private – Zufuhr von Eigenkapital in Unternehmen ist wegen der hohen Kosten der Außenfinanzierung und hoher Regulierungskosten vor allem in kleinen und mittleren Unternehmen verbreitet.<sup>10</sup> Alternativ kommt es auch zu Zwischenfinanzierungen unter nichtfinanziellen Unternehmen (Handelskredite). Im Fall eines öffentlichen Interesses an der Aktivität des Unternehmens können Subventionen eine zusätzliche

---

<sup>8</sup> Uri (2009).

<sup>9</sup> Vgl. Allen *et al.* (2011).

<sup>10</sup> Hölzl *et al.* (2016).

Finanzierungsquelle darstellen, weil der Staat mit finanziellen Zuschüssen die Leistungserbringung ohne Eigentumserwerb unterstützen kann.

Übersicht 1 zeigt einen internationalen Vergleich der Finanzierungsquellen für die Investitionsausgaben nichtfinanzieller Unternehmen. Diese Werte beruhen auf einer Auswertung und Bereinigung von OECD-Daten aus der volkswirtschaftlichen Gesamt- und der Geldflussrechnung. Mayer (1990) hat diese Berechnungen im Zuge eines Projektes des Centre for Economic Policy Research in den Jahren 1987 und 1988 durchgeführt und zur besseren Darstellung einen langjährigen Durchschnitt von 1970 bis 1985 verwendet. Quer über alle Länder bildet die Innenfinanzierung die wichtigste Finanzierungsquelle von Investitionsprojekten, wobei Großbritannien und die USA mit besonders hohen Werten auffallen. Die Kreditaufnahme dominiert in allen Ländern die Außenfinanzierung der Unternehmen, und in keinem der Vergleichsländer wird – selbst im langjährigen Durchschnitt – ein substantieller Anteil der laufenden Investitionen über den Kapitalmarkt finanziert. Obwohl Handelskredite in der Bruttobetrachtung von Übersicht 1 als eine wichtige Finanzierungsquelle erscheinen, sind sie in einer Nettobetrachtung über alle nichtfinanziellen Unternehmen unwesentlich, weil sich die Unternehmen damit gegenseitig finanzieren, d. h. die Lieferverbindlichkeiten entsprechen ungefähr den Lieferforderungen.

#### Übersicht 1: **Durchschnittliche Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen (Bruttoverbindlichkeiten), 1970-1985**

	Kanada	Finnland	Frankreich	Deutschland	Italien	Japan	Vereinigtes Königreich	USA
	In %							
Cashflow	54,2	42,1	44,1	55,2	38,5	33,7	72,0	66,9
Kapitalübertragungen	0,0	0,1	1,4	6,7	5,7	0,0	2,9	0,0
Kurzfristige festverz. Wertpapiere	1,4	2,5	0,0	0,0	0,1	n.a.	2,3	1,4
Kredite	12,8	27,2	41,5	21,1	38,6	40,7	21,4	23,1
Handelskredite	8,6	17,2	4,7	2,2	0,0	18,3	2,8	8,4
Anleihen	6,1	1,8	2,3	0,7	2,4	3,1	0,8	9,7
Aktien	11,9	5,6	10,6	2,1	10,8	3,5	4,9	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1	6,9	0,0	11,9	1,6	0,7	2,2	-6,1
Statistische Anpassung	0,8	-3,5	-4,7	0,0	2,3	n.a.	-9,4	-4,1
Gesamtfinanzierungsbedarf	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,1

Q: OECD aus Mayer (1990).

Die volkswirtschaftliche Geldflussrechnung (alternativ Flow of Funds oder Finanzierungsrechnung genannt) kann auch für aktuellere Jahre untersucht werden, sie enthält dann aber nicht die von Mayer (1990) mitberücksichtigte Innenfinanzierung, sondern beschreibt nur die Struktur der Außenfinanzierung. In Übersicht 2 ist die Struktur der Finanzverbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen für das Jahr 2018 für die EU 27, den Euro-Raum und Österreich dargestellt. Die Transaktionen der Geldflussrechnung beschreiben die Zu- und Abflüsse an Verbindlichkeiten während des Jahres, während der Bestand den Anteil an der Bilanzsumme am Jahresende

zeigt. Im Jahr 2018 erfolgte die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen in der EU 27 überwiegend durch Kredite, die Finanzierung über die Ausgabe von Anteilsrechten war die nächstgrößte Komponente. Der hohe Anteil wird durch die große Rolle kleiner Personen- und Kapitalgesellschaften erzeugt, deren Anteile nicht an einer Börse gehandelt werden. Handelskredite erreichten in der EU 27 nahezu denselben Anteil an der Außenfinanzierung.

## Übersicht 2: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung - Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen 2018

	EU 27	Euro-Raum Anteile in %	Österreich
<b>Transaktionen</b>			
Bargeld und Einlagen <sup>1)</sup>	0,1	0,1	0,0
Schuldverschreibungen	7,0	7,3	-1,4
Kredite	44,3	41,6	71,5
Anteilsrechte	25,8	26,6	-5,0
Alterssicherungs-Systeme	1,1	1,1	-0,3
Finanzderivate und Mitarbeiteraktienoptionen	-0,8	-0,6	-4,9
Handelskredite und sonstige Forderungen <sup>2)</sup>	22,5	23,8	40,1
Insgesamt	100,0	100,0	100,0
<b>Bestand</b>			
Bargeld und Einlagen <sup>1)</sup>	0,1	0,1	0,0
Schuldverschreibungen	3,7	3,7	4,8
Kredite	28,0	28,5	37,1
Anteilsrechte	54,6	54,4	48,5
Alterssicherungs-Systeme	0,9	1,0	1,6
Finanzderivate und Mitarbeiteraktienoptionen	0,2	0,2	0,0
Handelskredite und sonstige Forderungen <sup>2)</sup>	12,6	12,1	8,0
Insgesamt	100,0	100,0	100,0

Q: Eurostat. <sup>1)</sup> Die italienische Post wird wegen des hohen Logistikanteils als nichtfinanzielles Unternehmen klassifiziert (Banca D'Italia, 2018). <sup>2)</sup> Überwiegend Handelskredite, zusätzlich Anzahlungen und sonstige Verbindlichkeiten.

In Österreich wichen die Transaktionen 2018 von den EU 27-Werten stark ab. Kredite bildeten mit knapp drei Viertel der Außenfinanzierung einen weitaus größeren Anteil, während Anteilsrechte sogar eingezogen wurden. Der Aufbau von Handelskrediten spielte 2018 in der Außenfinanzierung in Österreich eine bedeutende Rolle. In den Bestandsgrößen wich Österreich Ende 2018 nicht so deutlich von der Vergleichsgruppe ab, dennoch ist die Kreditfinanzierung wichtiger als in der EU 27. Die Bedeutung von Eigenkapital ist in Österreich etwas kleiner als in Europa, das gilt auch für die Handelskredite.

## 2.4 Marktvollkommenheiten in der Unternehmensfinanzierung

Wenn ein Unternehmen auf Außenfinanzierung zurückgreift, besteht zwischen der Geschäftsleitung und den Investoren potentiell eine ungleiche Informationslage über den erwarteten und den tatsächlichen Erfolg des Investitionsprojektes, weil die Geschäftsleitung immer rascher und besser informiert ist als außenstehende Investoren. Nur wenn die Geschäftsleitung mit dem Investor in einer Person zusammenfällt, gibt es keinen Informationsunterschied zwischen Innen- und Außenfinanzierung. Wenn die beiden Rollen auseinanderfallen, entsteht eine Marktvollkommenheit in Form von asymmetrischer Information (siehe Abschnitt 2.2). Sie erzeugt sowohl moralisches Risiko auf Seite der Geschäftsführung als auch negative Selektion unter den kapital-suchenden Unternehmen.

Durch die asymmetrische Information zwischen Investoren und Geschäftsleitung entsteht auf der Seite der Geschäftsleitung in zwei Dimensionen ein moralisches Risiko. Einerseits kann die Geschäftsleitung Aktionen setzen oder unterlassen, die den Projekterfolg steigern, und andererseits kann die Geschäftsleitung anstelle des ursprünglichen Projektes ein risikoreicheres Projekt bzw. eine Projektvariante verfolgen. Die Kosten des moralischen Risikos bestehen aus dem Unterschied des Projekterfolgs bei vollem Einsatz der Geschäftsleitung im Vergleich zum Erfolg bei einem halbherzigen Einsatz. Die Kosten des moralischen Risikos hängen negativ von der Wahrscheinlichkeit der Aufdeckung bzw. positiv vom potentiellen Nutzen für die Geschäftsleitung ab.

Die potentiellen Kosten des moralischen Risikos erfordern Mechanismen zur Kontrolle der Aktivität der Geschäftsleitung, z. B. Berichtspflichten, die Kontrolle durch Wirtschaftsprüfer, die Hausbank, den Aufsichtsrat oder durch Großaktionäre, die wegen der Größe ihrer Investition einen glaubhaften Anreiz zur effektiven Kontrolle der Geschäftsleitung haben. In diesem Fall verursacht die Gefahr einer Insolvenz den Anreiz zur genauen Beobachtung der Geschäftsleitung durch einen Großaktionär, obwohl dieser die Kosten der genauen Beobachtung allein tragen muss. Im Gegensatz dazu profitieren Kleinanleger theoretisch von der Anwesenheit eines Großaktionärs, weil sie gleichzeitig die Kontrollkosten sparen und den Nutzen aus dessen Kontrolltätigkeit ziehen.

Negativselektion unter Kreditnehmern wurde von *Stiglitz – Weiss* (1981) als die wichtigste Begründung für Finanzierungsengpässe in Form einer Kreditrationierung vorgebracht. Kreditinstitute bevorzugen wegen der asymmetrischen Informationslage gegenüber ihren Kreditnehmern Mengenanpassungen – in Form eines nicht genehmigten Kreditantrags – gegenüber Preisanpassungen - in Form einer Genehmigung des Kreditantrags mit einem höheren Zinssatz. Diese Entscheidung ist aus Sicht des Kreditinstitutes rational, weil bei einer Erhöhung des Kreditzinssatzes die regelmäßige Zahlungsbelastung des Unternehmens steigt und daher tendenziell Projekte mit einem höheren Erfolgsrisiko und dementsprechend höherer Rendite unter den Kreditwerbern verbleiben.

Die Folgen von asymmetrischer Information für die Außenfinanzierung haben zu einer Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten mit unterschiedlich definierten Kontrollrechten über die

Aktivitäten der Geschäftsleitung geführt, die jeweils eigene Vorteile aufweisen. Kontrollrechte beschreiben das Recht der Investoren in die Geschäftsleitung einzugreifen bzw. auf das Anlagevermögen zuzugreifen. Die Kreditfinanzierung belässt z. B. die Kontrollrechte bei Vertragsabschluss vollständig bei der Geschäftsleitung bzw. im Aufsichtsrat des Unternehmens. Erst im Fall einer finanziellen Schieflage werden die Kontrollrechte im Insolvenzverfahren von der Geschäftsleitung zu den Kreditgebern verlagert. Diese Verteilung der Kontrollrechte erfordert einen regelmäßigen Zahlungsfluss vom Unternehmen an das Kreditinstitut, der die laufende Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers trotz fehlender Kontrollrechte gut signalisiert.

Wenn ein Finanzierungsengpass durch die Ausgabe zusätzlicher Unternehmensanteile finanziert wird, verwässert diese Aktienemission die Kontrollrechte der bestehenden Aktionäre unmittelbar. Das wird bei der Börseneinführung eines Familienunternehmens am stärksten sichtbar, gilt aber ganz allgemein für primäre und sekundäre Aktienemissionen im Zuge einer Expansionsfinanzierung. Gleichzeitig mit der Verwässerung von Kontrollrechten wird die Position der Geschäftsleitung gegenüber den Aktionären gestärkt.<sup>11</sup> Darüber hinausgehend sind mit einer Erstemission von Aktien hohe Transaktionskosten verbunden.<sup>12</sup> Die Emissionsbank erhält für ihre Aktivitäten 3%-4% der Emissionserlöse, weitere 3%-6% gehen an Berater und Wirtschaftsprüfer und schließlich entstehen durch tendenziell zu niedrige Emissionspreise Preisabschläge von 10%-15%.<sup>13</sup> Die *Deutsche Börse* (2007) schätzt das Ausmaß des Preisabschlags auf 3%-17%. Sekundäre Aktienemissionen sind in der Praxis mit einem Preisabschlag von durchschnittlich 3% nach deren Ankündigung verbunden und steigern damit die Finanzierungskosten gegenüber anderen Formen der Außenfinanzierung.<sup>14</sup>

Abbildung 2 zeigt schematisch die Reihenfolge der Finanzierungsschritte eines Unternehmens ab dem Gründungszeitpunkt und verdeutlicht, warum Ausschüttungen an die Investoren selbst für rasch wachsende Unternehmen mit sehr profitablen Investitionsprojekten ein wichtiges Signal an die Investoren sind. Die Gründungsfinanzierung erfolgt in der Regel überwiegend durch Eigenmittel der Unternehmer, weil außenstehende Investoren noch keine Erfahrung über die Qualität und die Einsatzfreudigkeit der Geschäftsleitung haben. Nach der Gründungsfinanzierung wird die Geschäftstätigkeit aufgenommen und es entstehen einerseits unterjährige Erträge und andererseits weitere Reinvestitionsvorhaben. Der vorhandene Cashflow im Unternehmen muss also laufend zwischen Reinvestitionen und positiven Signalen an die bestehenden Investoren aufgeteilt werden. Daher sollte bereits die Gründungsfinanzierung dem Unternehmen einen ausreichend hohen Liquiditätsbestand sichern, der die Fortführung des Geschäftsbetriebs und unterjährige Rückzahlungen an die Investoren ermöglicht. Bei jeder Auszahlungsrunde an die Investoren muss jedoch die Abwägung zwischen einer ausreichend

---

<sup>11</sup> Jensen – Meckling (1976).

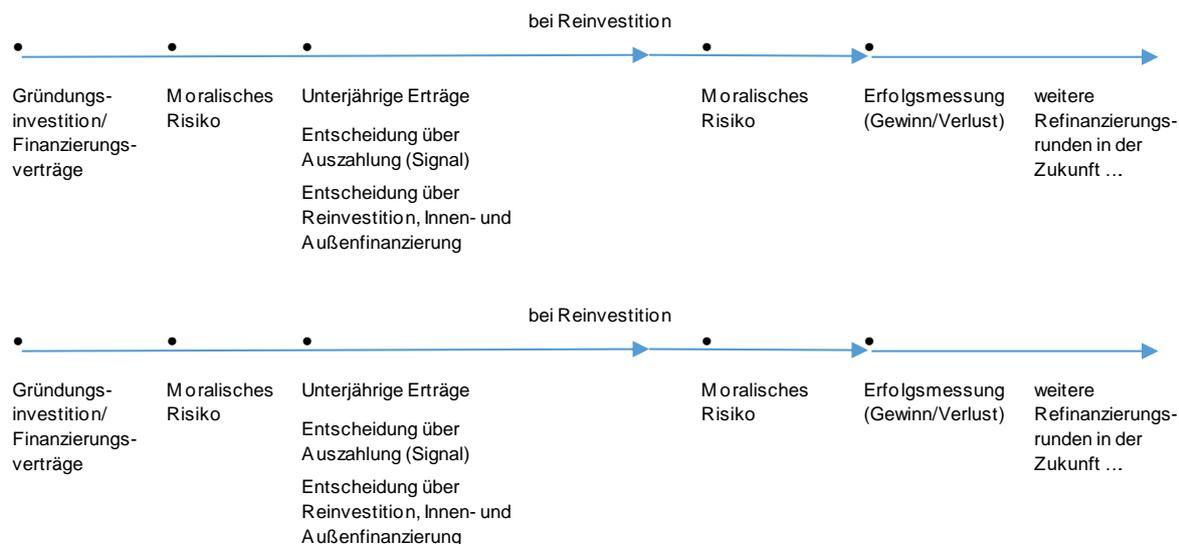
<sup>12</sup> Hölzl et al. (2016).

<sup>13</sup> Bell et al. (2006).

<sup>14</sup> Asquith – Mullins (1986).

hohen Auszahlung – und damit einem positiven Signal über die Ertragslage an die Investoren – und einer ausreichend guten Liquiditätsversorgung für laufende Reinvestitionen des Unternehmens getroffen werden. Dieser Prozess wiederholt sich jedes Geschäftsjahr und führt im Lauf der Zeit zum Aufbau von Reputation, die die asymmetrische Informationslage abbaut und folgende Refinanzierungsrunden erleichtert.<sup>15</sup>

Abbildung 2: **Schema für den Zeitablauf der Finanzierungsschritte in einem Unternehmen**



Q: *Tirole* (2006).

Die Entscheidungsgrundlagen über das Ausmaß der Innenfinanzierung sind in Übersicht 3 zusammengefasst. Unternehmen deren Eigenschaften überwiegend mit jenen der linken Spalte übereinstimmen, sollten verstärkt auf Innenfinanzierung zurückgreifen und niedrige Ausschüttungsquoten wählen, während Unternehmen mit größerer Übereinstimmung auf der rechten Spalte ihre laufenden Erträge eher ausschütten sollten, d. h. im Umkehrschluss stärker auf die verschiedenen Formen der Außenfinanzierung zurückgreifen.

Die Entscheidung über die Struktur der Außenfinanzierung kann weniger leicht auf ein einfaches Raster, wie in Übersicht 3, reduziert werden. Sie hängt stark von der Steuergesetzgebung und vom Konjunkturzyklus ab. *Tirole* (2006) unterscheidet folgende Unternehmenstypen:

- Sichere Unternehmen mit einem stabilen Ertragsstrom und leicht pfändbaren Anlagevermögen können sich hohe Verschuldungsquoten leisten und daher in größerem Ausmaß Fremdkapital einsetzen (Versorgungsbetriebe, Fluglinien, Immobilienfirmen). Der konstante Auszahlungsstrom eines Kredites ist dann leicht bedienbar, und das Unternehmen kann ein gut verwertbares Pfand stellen.

<sup>15</sup> *Diamond* (1991).

- Risikoreiche Unternehmen mit geringem Cashflow, hohem immateriellen Anlagevermögen (Markenrechte, Lizenzen, Patente, F&E-Kapital) und hohem Wachstumspotential weisen eher niedrige Verschuldungsquoten auf, weil bei jeder Auszahlungsrunde ein Liquiditätsengpass möglich ist. In diesem Fall verschafft Eigenkapital eine höhere Flexibilität in Bezug auf den Auszahlungsstrom an die Investoren, im Gegenzug müssen mehr Kontrollrechte an die Investoren abgetreten werden.
- Unternehmen mit niedrigen Kosten des moralischen Risikos können eine höhere Verschuldungsquote anstreben. Je größer die Kosten des moralischen Risikos sind, desto mehr muss ein Unternehmen auf Eigenkapital zurückgreifen, weil das Risiko eines schlechten Geschäftsergebnisses die Fähigkeit zur regelmäßigen Bedienung des Schuldendienstes vermindert.
- Junge und kleine Unternehmen nutzen tendenziell die Innenfinanzierung bzw. vom Geschäftsleiter/Eigentümer zur Verfügung gestelltes Eigenkapital, während große Unternehmen auf dem Kapitalmarkt Finanzmittel aufbringen.<sup>16</sup>

### Übersicht 3: Entscheidungsgrundlagen für die Höhe von Auszahlungen gegenüber einbehaltener Mittel für Investitionen (Innenfinanzierung)

		Das Unternehmen soll einen größeren Anteil der Erträge	
		einbehalten	auszahlen
wenn	die Wachstumsmöglichkeiten ... sind	hoch	niedrig
	Profitabilität zeitlich ... stabil ist <sup>1)</sup>	sehr	wenig
	Finanzierungsbeschränkungen bei der Unternehmensgründung ... sind	hoch	niedrig
	der aktuelle Ertrag ... ist	hoch	niedrig

Q: *Tirole* (2006). <sup>1)</sup> Gemessen als Korrelation zwischen zwei aufeinanderfolgenden Zeitpunkten.

Abbildung 2 zeigt, dass die durch asymmetrische Information verursachten Probleme laufend auftreten, wenn Geschäftsleitung und Investor nicht in einer Person zusammenfallen. Zwei Mechanismen tragen zur Überwindung dieser Marktunvollkommenheit bei. Einerseits erleichtert die aus einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit abgeleitete Reputation einer Geschäftsleitung die Refinanzierung. Dadurch haben tendenziell größere Unternehmen mit einer längeren Unternehmensgeschichte einen leichteren Zugang zur Außenfinanzierung. Andererseits sind die meisten börsennotierten Unternehmen aus einem Einzelunternehmen hervorgegangen und haben daher nach wie vor einen oder mehrere dominante Großaktionäre, die ihre Kontrollrechte wahrnehmen.

<sup>16</sup> *Gertler* (1988); *Love* (2003); *Beck – Demirgüç-Kunt* (2006).

## 2.5 Entwicklungsstand des österreichischen Kapitalmarkts

Der Entwicklungsstand des inländischen Finanzmarktes ist ein zentraler Bestimmungsgrund für das Wachstumspotential einer Wirtschaft.<sup>17</sup> Dabei ist die relative Größe des Kapitalmarktes gegenüber dem Kreditmarkt weniger bedeutend als vielmehr die Gesamtgröße des Finanzmarktes und die Höhe der Transaktionskosten. Beck – Levine (2002) weisen in einer internationalen Stichprobe aus 42 Ländern über 36 Industrien nach, dass ein hoch entwickelter Finanzmarkt das Wachstum der Sachgüterproduktion, die Rate der Neugründungen von Unternehmen und die Effizienz der Kapitalallokation steigert. Beck und Levine schließen aus ihren Ergebnissen, dass die Fähigkeit des Finanzsystems zur Überwindung der Informationsasymmetrie und niedrige Transaktionskosten die zentralen Faktoren für ein hohes Wachstum sind.

Im internationalen Vergleich hat Österreich eine niedrige Börsenkapitalisierung inländischer Unternehmen (2018: 26% des BIP) und eine mittelhohe Kreditfinanzierung der Unternehmen im Ausmaß von 91% des BIP (2019). In Abbildung 3 sind diese beiden Quoten zusammengefasst dargestellt und nach dem Ausmaß der Börsenkapitalisierung aufsteigend geordnet. Interessant ist dabei, dass die Aktienfinanzierung in Nordamerika, Japan und Korea besonders intensiv genutzt wird. Innerhalb der Europäischen Union befinden sich Frankreich und Luxemburg im obersten Drittel.

Das niedrige Ausmaß an Aktienfinanzierung in Österreich wird durch eine entsprechend höhere Kreditquote am BIP teilweise kompensiert, sodass Österreich unter Berücksichtigung beider Finanzierungsquellen ins Mittelfeld der Vergleichsländer aufrückt. Interessant ist auch der Vergleich von Österreich mit Deutschland. Dort ist die Börsenkapitalisierung mit 44% deutlich höher, aber die Kreditquote liegt mit 59% unter dem österreichischen Wert, sodass die Summe aus Börsen- und Kreditfinanzierung in Deutschland geringer ist.

Die geringe Bedeutung der Außenfinanzierung über den Kapitalmarkt in Österreich ist auch am kleinen Anteil der Finanzierung österreichischer Unternehmen über Schuldverschreibungen (Anleihen) erkennbar (Übersicht 2). Die im internationalen Vergleich geringe Größe österreichischer „Großunternehmen“ ist vermutlich der wesentliche Bestimmungsfaktor für diese Finanzierungsstruktur. In Österreich fehlen – im Gegensatz zur Schweiz – wirklich große an der Börse notierte Unternehmen. Von den österreichischen Unternehmen erreicht nur die OMV den 483. Platz unter den Fortune Global 500 Unternehmen. Aus der Schweiz stammen hingegen 10 Unternehmen in diesem Index, wobei sich zwei davon – Glencore (17.) und Nestle (82.) – sogar unter den ersten 100 befinden<sup>18</sup>.

Die mittlere Gesamthöhe aus Börsen- und Kreditfinanzierung und die Dominanz der Kreditfinanzierung sind für sich genommen noch nicht als wachstumshemmende Faktoren zu interpretieren.<sup>19</sup> Beck et al. (2006) nutzen z. B. Unternehmensdaten der Weltbank und finden, dass der

---

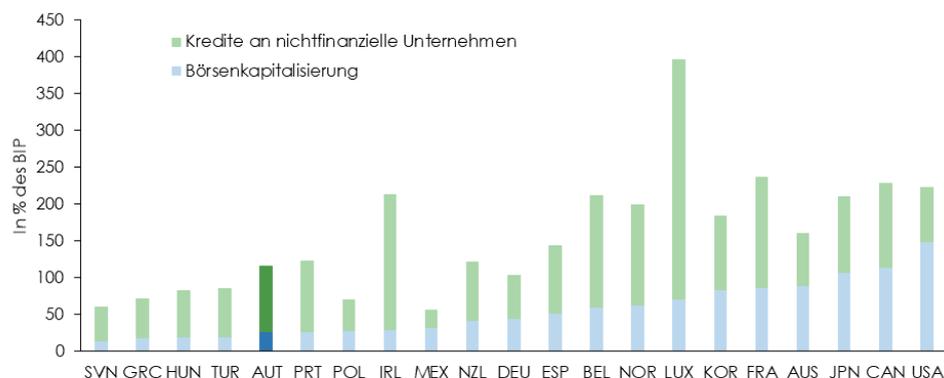
<sup>17</sup> King – Levine (1993); Hahn (2002).

<sup>18</sup> Abgerufen unter <https://fortune.com/global500/2020/search/> am 25.9.2020.

<sup>19</sup> Levine (1997).

Entwicklungsstand der Finanzintermediäre gemeinsam mit jenem der Börse die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen über Finanzierungsengpässe berichten, senkt. Durch den weltweiten Umfang der Stichprobe von *Beck et al. (2006)* werden deren Ergebnisse aber vor allem vom Unterschied zwischen Schwellenländern und entwickelten Ländern bestimmt. In einem internationalen Vergleich von großen börsennotierten Unternehmen (Worldscope Datenbank) findet *Love (2003)* ebenfalls einen stark negativen Zusammenhang zwischen der Reaktion der Investitionen auf die Verfügbarkeit von Innenfinanzierung und dem Entwicklungsstand des Finanzmarktes im jeweiligen Land.

Abbildung 3: **Internationaler Vergleich der Börsenkapitalisierung<sup>1)</sup> (2018) und des Kreditmarktes (2019)**



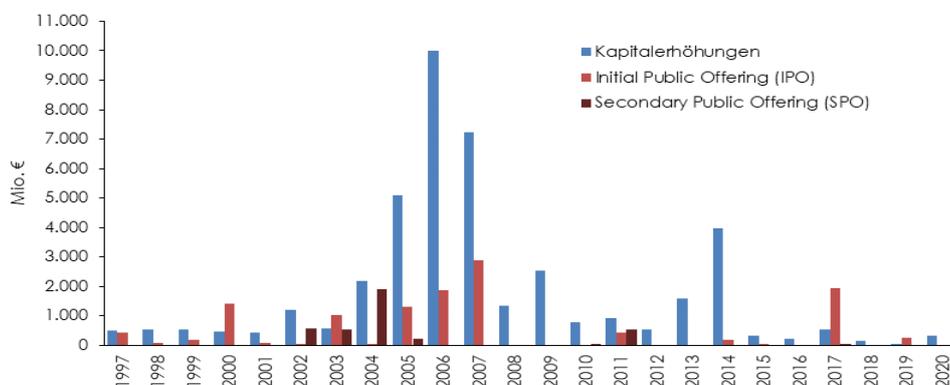
Q: World Bank (WDI Datenbank), BIS. Für Slowenien (SVN) stammen die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen von der OECD. <sup>1)</sup> Marktkapitalisierung von inländischen börsennotierten Unternehmen.

Österreich verfügt insgesamt über einen mittelhoch entwickelten Finanzmarkt. Die Kreditfinanzierung dominiert deutlich, was angesichts der für Finanzmärkte typischen asymmetrischen Informationslage bestimmte Typen von Investitionsprojekten benachteiligt (vgl. Abschnitt 2.4). Darunter fallen Projekte bzw. Unternehmen mit stark schwankendem Einnahmenstrom, niedrigem Cashflow, geringem verpfändbaren bzw. hohem immateriellen Anlagevermögen, hohem Wachstumspotential, kurzer Unternehmensgeschichte oder mit einem hohen moralischen Risiko. Vor allem in der Expansionsfinanzierung zeigt der österreichische Kapitalmarkt Lücken. Abbildung 4 zeigt, dass Kapitalerhöhungen im Vergleich zu *Initial Public Offerings* (IPO) umfangreich genutzt werden, das damit aktivierte Volumen an Eigenkapital bleibt jedoch klein; *Secondary Public Offerings*, wie sie für Expansionsfinanzierungen im angelsächsischen Raum oft eingesetzt werden, haben an der Wiener Börse Seltenheitswert. Die Kapitalaufbringung durch IPOs an der Wiener Börse ist auch im Vergleich zu anderen europäischen Börsen niedrig (Abbildung 5).

Das zeigt sich z. B. an der Intensität der Nutzung internationaler Venture Capital-Fonds durch österreichische Unternehmen relativ zur Mittelaufbringung inländischer Fonds. Während österreichische Venture Capital Fonds Finanzierungsmittel in der Höhe von 0,019% des BIP an Unternehmen bereitstellen, holen sich österreichische Unternehmen Venture-Finanzierungen im

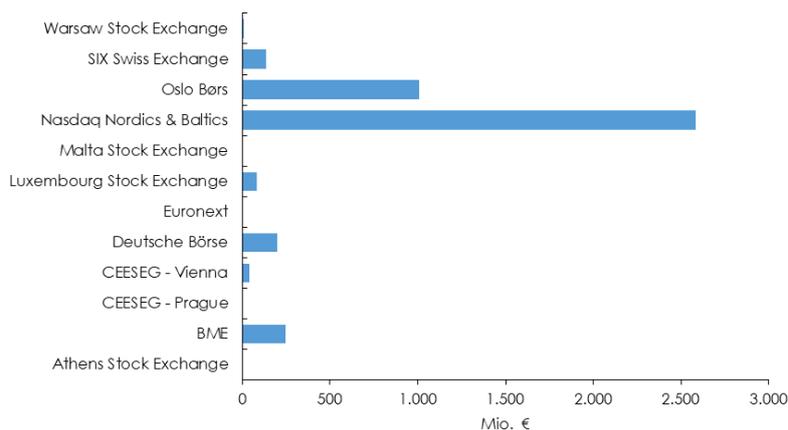
Ausmaß von insgesamt 0,08% des BIP, also etwa den vierfachen Betrag.<sup>20</sup> Ein weiteres Indiz für die unterentwickelte Finanzierungskraft des österreichischen Kapitalmarktes sind die mangelnden Beispiele österreichischer Unternehmen, die in ihrer Expansionsphase die Wiener Börse nutzen. In den letzten Jahrzehnten gab es nur wenige Neueinführungen mittelgroßer Unternehmen an der Wiener Börse, und darüber hinausgehende sekundäre Finanzierungsrunden waren noch seltener. *Hölzl et al. (2016)* beschreiben die Schwierigkeiten für Klein- und Mittelbetriebe bei der Finanzierung über den Kapitalmarkt. Dieses Bild passt auch gut zu empirischen Ergebnissen in *Beck et al. (2006)*, die im internationalen Vergleich gerade für junge und kleine Unternehmen Finanzierungsengpässe identifizieren.

Abbildung 4: **Neuemissionen und Kapitalerhöhungen an der Wiener Börse**



Q: Wiener Börse.

Abbildung 5: **Neuemissionen und Kapitalerhöhungen an internationalen Börsen 2019**



Q: FESE (IPO-Datenbank).

<sup>20</sup> Invest Europe (2020).

### 3. Öffentliche Unternehmensbeteiligungen

#### 3.1 Öffentliches versus privates Eigentum an Unternehmen

Privates Eigentum an Unternehmen ist ein wesentliches Merkmal der Marktwirtschaft. Abseits ethischer, gesellschaftlicher und rechtlicher Beweggründe<sup>21</sup> besteht die unmittelbare ökonomische Ursache darin, dass die individuelle Aneignbarkeit von Gewinnen aus unternehmerischer Tätigkeit durch die Kapitaleigentümer bestmögliche Anreize für Innovationen und fortlaufende Qualitätsverbesserungen sowie für eine kosteneffiziente Produktion schaffen. Tief in der Systemebene des Eisbergmodells angesiedelt, ist privates Eigentum im Prozess der wirtschaftlichen Entwicklung daher eine wichtige Triebfeder für Wachstum und materiellem Wohlstand.<sup>22</sup> In modernen offenen Volkswirtschaften ist privates Eigentum an Unternehmen daher der „Normalfall“, während öffentliches Eigentum eine gesondert zu begründende Ausnahme darstellt.<sup>23</sup>

Umso überraschender mag die Tatsache sein, dass nach der großen Welle an Privatisierungen in den 1990er Jahren, die v.a. große staatliche Monopole betroffen hat und von der Liberalisierung (inkl. staatlicher Regulierung) zahlreicher Infrastrukturnetze begleitet war, staatliche Unternehmensbeteiligungen zuletzt wieder an Bedeutung gewonnen haben. Diese neuen Staatsbeteiligungen unterscheiden sich jedoch wesentlich vom alten System öffentlicher Monopole mit sehr enger politischer Kontrolle:

„The past two decades have seen not just an increase in state ownership of firms, following a previous wave of privatizations in western markets, but also substantial changes in the dominant type of state ownership model. In contrast to the old model of state-led entrepreneurship, in which the state owned and ran sprawling industrial conglomerates and monopolistic national champions, today the most common incarnation of state ownership is the holding of minority stakes in publicly traded firms“ (Bertolotti et al., 2019, S. 2).

Einige grundsätzliche Überlegungen helfen, diese Entwicklung in ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung einzuordnen: Die häufigste Begründung für wirtschaftspolitische Interventionen ist das sog. *Marktversagen*, das als Abweichung von einer theoretisch idealen Marktlösung definiert wird. Neben den bereits ausgeführten Problemen asymmetrischer Information gehören dazu Externe Effekte, Öffentliche Güter, Natürliche Monopole, marktbeherrschende Oligopole oder hohe Transaktionskosten. Umgekehrt sind öffentliche Eingriffe zur Behebung von Marktversagen selbst von unterschiedlichen Formen des *Staats-* bzw. *Politikversagens* betroffen.<sup>24</sup> Beispiele sind:

- Fehlende Anreize für Innovationen, Qualitätsverbesserungen und Effizienz

---

<sup>21</sup> Zum Beispiel „Freiheitsrechte“, Schutz vor staatlicher Willkür, etc.

<sup>22</sup> Schumpeter (1911). Peneder – Resch (2021).

<sup>23</sup> Böheim (2011B, S. 593).

<sup>24</sup> Grosman et al. (2016).

- Mangelnde Disziplinierung durch geringeres Insolvenzrisiko
- Verdrängung privater Initiative („crowding-out“)
- Politische Einflussnahme.

Dazu kommt die zunehmende Angst vor einem *Leviathan* Staat, der durch das beständige Anwachsen von Einfluss und Kontrolle die individuelle Freiheit der Bürgerinnen und Bürger beschränkt. All diese Gründe legen bei der Wahl wirtschaftspolitischer Instrumente den Grundsatz einer jeweils minimalen Intervention zur Erreichung bestimmter Ziele nahe. Im Regelfall werden daher als Instrumente z.B. Steuern und Subventionen sowie unterschiedliche Formen von Regulierungen dem Eingriff durch öffentliches Eigentum an Unternehmen vorgezogen.

Abseits der Argumente des Marktversagens stößt öffentliches Eigentum v.a. dann auf gesellschaftliche Zustimmung, wenn es um Unternehmen geht, die in der "Daseinsvorsorge" (Energie, Wasser, öffentlicher Verkehr, Postdienstleistungen, Krankenhäuser) tätig sind.<sup>25</sup> In den öffentlichen Dienstleistungssektoren ist das öffentliche Interesse an einer flächendeckenden Grundversorgung besonders groß, weshalb auch in Zeiten umfassender Privatisierungen in diesen Bereichen die Option des *gänzlichen* Rückzugs der öffentlichen Hand mangels (gesellschafts-)politischer Akzeptanz in Österreich immer ausgeschlossen wurde.<sup>26</sup> Gleichzeitig ist aber auch für die Daseinsvorsorge ein Rückzug der öffentlichen Hand auf die Rolle eines strategischen Eigentümers ("Ankeraktionärs") eine denkbare Alternative. Dasselbe gilt *mutatis mutandis* auch für staatliche Minderheitsbeteiligungen an privaten Unternehmen, die in Bereichen mit einer hohen strategischen Bedeutung für den Wirtschaftsstandort tätig sind.

*Shleifer* (1998) identifiziert für verstaatlichte Unternehmen vor allem dann Nachteile, wenn dort starke Anreize zur Kostensenkung und/oder zur Innovation notwendig sind, um Standorte zu erhalten. Er folgert, dass auch eine systemrelevante Infrastruktur von Privatunternehmen effizienter zur Verfügung gestellt werden kann, wenn eine entsprechende Vertragsgestaltung oder eine regulatorische Vorgabe des Leistungsumfangs und der Preise definiert werden kann. Selbst die Versorgung entlegener Gebiete mit kritischer Infrastruktur erfolgt bei entsprechenden Vorgaben der Regulierungsbehörde in der Regel von privaten Anbietern effizienter. Die Leistungserbringung durch ein verstaatlichtes Unternehmen ist entsprechend den Ergebnissen der optimalen Vertragstheorie eher davon abhängig, ob ein optimales Vertragsdesign ausgestaltet werden kann oder nicht; das betrifft auch die Sicherheit der Leistungserbringung. Andererseits gibt es Bereiche, in denen die private Leistungserstellung zu starke Anreize zur Kostensenkung erzeugt. Die entscheidende Frage ist: Wie gut können schwer definierbare Qualitätseigenschaften in einem Vertrag abgebildet und vom Staat durchgesetzt werden? Da nur wenige Aktivitäten schwer definierbare Qualitätseigenschaften aufweisen, sieht *Shleifer* für weite Bereiche öffentlicher Dienstleistungen (Gesundheit, Bildung, Haftanstalten, Sicherheitsdienstleistungen, Sozialversicherung) ein Kostensenkungspotential durch die Vergabe der

---

<sup>25</sup> Vgl. FORBA (2009).

<sup>26</sup> Böheim (2011B).

Leistungserbringung an private Unternehmen. Umgekehrt sind die Vorteile von Staatseigentum auf Märkten mit geringem Wettbewerb, in denen sanfte Anreize (*soft incentives*) eine große Rolle spielen, beschränkt. In solchen Aktivitätsfeldern unterdrückt der permanente Kostendruck durch private Anleger zu sehr die vorhandenen „sanften“ Anreize für Qualitätsverbesserungen. In einem unterentwickelten Kapitalmarkt kann eine staatliche Beteiligungsgesellschaft zudem mit der Zufuhr von Eigenkapital im Ausmaß einer Minderheitsbeteiligung die Außenfinanzierung erleichtern. Allerdings gilt es dabei zu bedenken, dass Expansionsfinanzierungen ein höheres Kapitalrisiko darstellen und bei einem Kapitalverlust mit einer staatlichen Beteiligung rasch eine politische Diskussion über die Sinnhaftigkeit staatlicher Beteiligungen entstehen kann. Bei einer staatlichen Beteiligung besteht auch immer eine heikle Balance zwischen den Kontrollrechten der staatlichen Beteiligungsgesellschaft und den unternehmerischen Entscheidungen der Mit-eigentümer bzw. der Geschäftsleitung. Der Verzicht auf Kontrollrechte durch den Staat über-trägt unternehmerischen Entscheidungsspielraum an die Geschäftsleitung und an die Mitei-gentümer, erhöht aber auch das moralische Risiko in Bezug auf diese beiden Gruppen.

Daher erscheint ähnlich wie für Venture Capital Fonds ein klar definiertes Ausstiegsszenario des Staates sinnvoll, sobald ein ausreichend hohes Maß an Reputation aufgebaut wurde. Die staat-liche Beteiligungsgesellschaft sollte dabei nicht den Verkauf an ein bereits im Markt aktives Unternehmen anstreben, sondern den Börsengang des Unternehmens und die Abschichtung bei der Erstemission oder in den folgenden sekundären Finanzierungsrunden. In der Folge könnte eine stark reduzierte Staatsbeteiligung weiter gehalten werden, weil eine betriebswirt-schaftlich gut verwaltete staatliche Beteiligung auch ein positives Signal an Kleininvestoren gibt, die sich durch die Kontrollaktivität eines außenstehenden Großinvestors die eigenen Kon-trollkosten ersparen können. Falls im Unternehmen ohnehin andere Großinvestoren (z.B. die Gründerfamilie) vorhanden sind, kann der Staatsanteil im Zuge des Börsengangs schrittweise vermindert werden, weil empirische Ergebnisse für Unternehmen mit einer Staatsbeteiligung tendenziell schlechtere Performancezahlen ausweisen (vgl. Abschnitt 3.5).

### 3.2 Österreichs Verstaatlichte Industrie

Die Frage des öffentlichen Eigentums an Unternehmen kann man in Österreich nicht losgelöst von der konkreten historischen Erfahrung der Verstaatlichten Industrie – lange Zeit mit dem höchsten Anteil unter den westlichen Nationen<sup>27</sup> – und deren späterer Privatisierung betrach-ten. Beginnend mit den beiden Verstaatlichungsgesetzen von 1946 und 1947 war die Verstaat-lichte Industrie über vier Jahrzehnte hinweg ein maßgeblicher Faktor der österreichischen Wirt-schaft sowie der Wirtschaftspolitik. Weber (2011, S. 126.) bezeichnet sie mit Verweis auf die vo-rangehende Weltwirtschaftskrise und ihre katastrophalen sozialen und politischen Auswirkun-gen als „Resultat einer *epochalen Krisenerfahrung*“. Das Streben nach Vollbeschäftigung und nationaler Souveränität waren übergeordnete gemeinsame Ziele. Der Kapitalmangel für den

---

<sup>27</sup> Butschek (2011, S. 284, 370).

Wiederaufbau, von dem v.a. die im Zweiten Weltkrieg stark expandierende Grundstoffindustrie betroffen war, sowie der Versuch, das nach dem Krieg verbliebene Industriekapital dem Zugriff der russischen Besatzungsmacht zu entziehen, verliehen der Absicht besondere Dringlichkeit.<sup>28</sup> Während die den Arbeitnehmerinteressen nahe stehenden Gruppen die Verstaatlichung auch aus programmatischen Gründen befürworteten, geben die Beweggründe für die Zustimmung des bürgerlichen Lagers Aufschluss über die besonderen historischen Umstände. Bundeskanzler Raab nannte später dafür drei entscheidende Faktoren:

„Erstens wäre keine private Stelle damals in der Lage gewesen, jene ungeheuren Kapitalien aufzubringen, die notwendig waren, um die Schlüsselindustrie wieder in Gang zu bringen. Zweitens ließen die Erfahrungen zwischen 1918 und 1938 es angezeigt erscheinen, von vornherein einen zu großen Einfluss ausländischer Kräfte auf die österreichische Volkswirtschaft auszuschließen. Drittens hat man im Jahr 1946 noch gehofft, durch die Verstaatlichung die Erdölfelder und die Schwerindustrie in der sowjetischen Zone dem Zugriff der Besatzungsmacht entziehen zu können.“<sup>29</sup>

Neben drei Großbanken waren von der Verstaatlichung v.a. Unternehmen im Bergbau sowie der Grundstoffindustrie (Eisen und Stahl, Mineralöl, Chemie), der Metallverarbeitung, der Elektroindustrie sowie die Elektrizitätserzeugung betroffen.<sup>30</sup> Zwanzig Jahre nach ihrer Gründung – mit der erfolgreichen Wiederaufbauphase und umfangreichen Investitionsförderungen durch den Marshallplan (ERP – *European Recovery Programme*) im Rücken – erreichte die Verstaatlichte Industrie im Jahr 1966 mit mehr als 112 Tausend Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern ihren Höchststand. Ihr Anteil von 18,1% an der gesamten Industriebeschäftigung blieb trotz der wieder zunehmenden weltwirtschaftlichen Krisen auch die folgenden fünfzehn Jahre weitgehend stabil und betrug im Jahr 1981 mit knapp über 100 Tausend Beschäftigten noch immer 16,5%.<sup>31</sup> Diese relativ stabile Entwicklung verdeckte aber bereits zahlreiche ungelöste strukturelle Probleme, die zunächst v.a. die Ertragslage empfindlich schmälerten.<sup>32</sup> Neben der internationalen Krise der Grundstoffindustrien, beruhten diese v.a. auf systemischen Problemen bei der Steuerung und Kontrolle (*governance*) der öffentlichen Unternehmen.

---

<sup>28</sup> Maßgeblich war dafür die politisch heikle Frage, wem das Eigentum an den ehemals deutschen Betrieben, die von der Republik Österreich zunächst nur treuhändisch verwaltet wurden, zufallen sollte. Privates inländisches Kapital war nicht ausreichend vorhanden und eine Abhängigkeit von ausländischen Investoren wollte man verhindern. Da in der Potsdamer Konferenz von 1945 die Nutzung von deutschem Eigentum im Ausland den Siegermächten zugesprochen worden war, wurde deren Verstaatlichung in Österreich von der Sowjetunion nicht anerkannt. Neben der USIA (Verwaltung des sowjetischen Vermögens in Österreich) kontrollierte sie den Bereich Erdöl in der „Sowjetischen Mineralöl-Verwaltung“ (SMV). Siehe Seidel (2005, S. 103), Weber (2011, S. 128) und Butschek (2011, S. 267, 284).

<sup>29</sup> Zitiert in Weber (2011, S. 132); Raab war von 1953 bis 1961 Bundeskanzler der Republik Österreich.

<sup>30</sup> Im Ersten Verstaatlichungsgesetz von 1946 wurden insgesamt 70 Unternehmen bzw. Unternehmensteile oder Betriebe verstaatlicht.

<sup>31</sup> Butschek (2011, S. 375).

<sup>32</sup> Raidl (1983, S. 541).

Diese wurden „unter verschiedenartigen rechtlichen Formen und wechselnden politischem Einfluss der beiden Großparteien“<sup>33</sup> verwaltet (Übersicht 4), wobei in der Nachkriegszeit der *Proporz*<sup>34</sup> zu einem prägenden Merkmal des österreichischen politischen Systems wurde. Eine Folge war die *Übersteuerung* der verstaatlichten Betriebe mit einer Vielzahl gesamtwirtschaftlicher Aufgaben, die eine konsistente strategische und betriebswirtschaftlich nachhaltige Ausrichtung der Unternehmen praktisch unmöglich machte. Zu diesen Aufgaben gehörten neben dem Ziel der Vollbeschäftigung z.B. die indirekte Subventionierung privater Unternehmen in den nachgelagerten Wirtschaftszweigen durch Verkaufspreise unter dem Weltmarktniveau.<sup>35</sup> Pläne zur Diversifikation aus der krisenbetroffenen Grundstoffindustrie in die Fertigung nachgelagerter Finalgüter scheiterten an politischen Widerständen.<sup>36</sup> Zudem konnte bei der Vielzahl konkurrierender Ansprüche an die Verstaatlichte Industrie das notwendige Wachstum der Ausgaben für Forschung und Entwicklung nicht mit den Innovationsanstrengungen internationaler Mitbewerber mithalten.<sup>37</sup>

Zu diesen Hindernissen für eine effektive strategische Steuerung kamen massive *Kontrollprobleme*. Mit dem Auslaufen der Hilfen aus dem Marshall Plan verlor die zentrale Verwaltung ihren wirksamsten Hebel zur Koordination und Disziplinierung des Managements im Rahmen großer Investitionsprogramme. Was danach folgte, nennt Weber (2011, S. 142) die „Ära der Betriebskaiser“, die gewohnt waren ihre Interessen „mit Unterstützung der Betriebsräte und der Landespolitiker“ durchzusetzen. Anfang der 1980er Jahre kritisierte Claus Raidl als junges Vorstandsmitglied der ÖIAG, dass „dass noch immer zu viele in der Verstaatlichten Industrie Tätige hoffen, dass – wenn der Aufschwung nicht kommt – zumindest das Geld des Steuerzahlers kommen wird.“ Ferner prangerte er an, dass anstelle der individuellen Leistung die Beziehungen zu „Parteisekretariaten, Gewerkschaftsfunktionären oder zu anderen außerbetrieblichen Instanzen für den beruflichen Aufstieg entscheidend sein“ können.<sup>38</sup> Ferdinand Lacina zog später eine ähnlich ernüchterte Bilanz zur Eigentümerfunktion des Staates und identifizierte das Hauptproblem der verstaatlichten Industrie in der fehlenden Kontrolle des Managements: „Denn die „öffentliche Hand besteht aus verschiedenen Parteien, verschiedenen Regionen, und da ist es relativ leicht für das Management und die Betriebsräte, sich zu emanzipieren und in Wirklichkeit sich einer Kontrolle zu entziehen.“<sup>39</sup>

---

<sup>33</sup> Butschek (S. 371).

<sup>34</sup> Gemeint ist hier die Besetzung öffentlicher Ämter und Posten in der verstaatlichten Industrie nach den jeweiligen politischen Stärkeverhältnissen der Großparteien.

<sup>35</sup> Dazu gehörten etwa die Preise für Kohle, Eisen, Stahl, Industriestrom oder Düngemittel für die Landwirtschaft (Butschek, 2011, S. 371; Weber, 2011, S. 141).

<sup>36</sup> Weber (2011, S. 140). Vgl. auch Raidl (1983).

<sup>37</sup> Resch (2011).

<sup>38</sup> Raidl (1983, S. 549).

<sup>39</sup> Zitiert in Mahlich – Schediwy (2008, S. 106).

Lacina war von 1984 bis 1986 als Bundesminister für Verkehr für die verstaatlichte Industrie zuständig. In diese Amtszeit fiel deren größte Krise, welche schließlich die Trendwende und ebenfalls einen bemerkenswert breiten politischen Konsens zugunsten umfassender Privatisierungen einleitete. Selbstüberschätzung („begründet“ in den erfolgreichen Jahre des Wiederaufbaus), fehlende strukturelle Reformen sowie die gemeinwirtschaftliche Verantwortung zur Sicherung der Beschäftigung führten in Verbindung mit der weltweiten Krise der Grundstoffindustrie zunächst zu Verlusten und später in einer verzweifelten Flucht nach vorne zu riskanten Spekulationsgeschäften („gamble for resurrection“). Nach der Pleite einer großen Auslandsinvestition in den USA (Bayou-Stahlwerk) mündete das exzessive Risikoverhalten der VOEST-Alpine Handelstochter *Intertrading* bei Öl-Termingeschäften in riesigen Verlusten. Im Jahr 1985 stiegen dadurch die Verluste der ÖIAG auf insgesamt 12,5 Milliarden Schilling.<sup>40</sup>

#### Übersicht 4: **Zeittafel zur Organisation der österreichischen Verstaatlichten Industrie**

Jahr, ab ...	Verantwortliche Organisation
1946	BM für Vermögenssicherung und Wirtschaftsplanung
1949	BM für Verkehr und verstaatlichte Betriebe
1959	Industrie und Bergbauverwaltungs GmbH (IBV)
1959	Bundeskanzleramt, Sektion IV
1967	Österreichische Industrieverwaltungs GmbH (ÖIG)
1970	Österreichische Industrieverwaltungs AG (ÖIAG)
1986	Österreichische Industrieholding AG (ÖIAG)
2015	Österreichische Bundes- und Industriebeteiligungen GmbH (ÖBIB)
2019	Österreichische Beteiligungs AG (ÖBAG)

Q: Aktualisiert nach Weber (2011, S. 143).

Diese Krise führte zu einem grundlegenden Umdenken. Im Jahr 1986 wurde das ÖIAG Gesetz weitestgehend dem Aktienrecht angeglichen, wodurch der Vorrang gemeinwirtschaftlicher Vorgaben gegenüber der betriebswirtschaftlichen Verantwortung des Managements unterbunden wurde.<sup>41</sup> Im Finanzierungsgesetz von 1987 wurde die neuerliche Mittelzufuhr durch die Republik (in der Höhe von 33 Milliarden Schilling) an die Bedingung geknüpft, dass künftige Bedarfe über die Ausgabe von Aktien oder Anleihen von der ÖIAG selbst finanziert werden müssen. Im gleichen Jahr begann mit dem Börsengang und Verkauf von 15% des Aktienkapitals der heutigen OMV die „Ära der Privatisierungen“.<sup>42</sup> Anfang der 1990er Jahre scheiterten nach erneuten Verlusten des Aluminiumkonzerns AMAG die Pläne für eine Restrukturierung und schrittweise Privatisierung als Konzern unter dem Dach der ÖIAG Tochter Austrian Industries (AI). Die ÖIAG Novellen von 1993 und 2000 führten schließlich zur umfassenden Veräußerung

<sup>40</sup> Butschek (2011, S. 377); Resch (2011, S. 183).

<sup>41</sup> Butschek (2011, S. 378).

<sup>42</sup> Weber (2011, S. 146).

zahlreicher Staatsbeteiligungen.<sup>43</sup> In diesem Prozess gelang es der ÖIAG, das Vertrauen der Investoren als zuverlässiger Emittent von substanz- und werthaltigen Anteilen zu gewinnen,<sup>44</sup> der Wiener Kapitalmarkt erlebte einen Aufschwung und zahlreiche (teil-) privatisierte Unternehmen konnten sich in den Folgejahren wirtschaftlich gut entwickeln.<sup>45</sup> Die ÖIAG wandelte sich zu einer Privatisierungsagentur des Bundes, der weitere Beteiligungen aus der allgemeinen Verwaltung mit dem Ziel übertragen wurden, diese erfolgreich am Kapitalmarkt zu veräußern.

Zusammenfassend belegt die Geschichte der verstaatlichten Industrie in Österreich sowohl (i) deren immense Bedeutung für den wirtschaftlichen Wiederaufbau; (ii) die nachhaltige Wirkung einer aktiven Industriepolitik, welche die Produktionsstrukturen des Landes bis in die Gegenwart mit prägt; aber (iii) auch die immanenten Steuerungs- und Kontrollprobleme öffentlichen Eigentums an Unternehmen, die zu enormen gesellschaftlichen Kosten und Belastungen für die öffentlichen Haushalte führen können. Im Rückblick zieht Resch ein ambivalentes Resümée:

„Insgesamt entsprechen der Wert der bis heute in Staatsbesitz verbliebenen Restbeteiligung am Mineralölkonzern OMV und die in der Geschichte der ÖIAG erwirtschafteten Dividenden und Privatisierungserlöse ungefähr der Summe sämtlicher Eigenkapitalzufuhren die von Seiten der ÖIAG-Gruppe im Lauf der Jahre geleistet wurden. Geblieben ist nach der Privatisierung eine Reihe wettbewerbsfähiger Hochtechnologiebetriebe, die sich als einträgliches Investment für die neuen Eigentümer erwiesen haben“ (Resch, 2011, S. 193).

Im Vergleich zu den dramatischen historischen Entwicklungen inklusive der Transformation von einem aktiven Instrument der Industriepolitik zu einer *de facto* Privatisierungsagentur navigiert die Staatsholding *Österreichische Beteiligungs AG* (ÖBAG) bisher in vergleichsweise ruhigen Gewässern. Während das Aktienrecht sie vor überbordenden gemeinwirtschaftlichen Ansprüchen schützt, ist sie v.a. für ein effizientes Management i.S. der Eigentümerfunktionen der Republik an den Unternehmen in ihrem Portfolio zuständig (Übersicht 5).

Im Mission Statement der ÖBAG wird neben dem nachhaltigen Wachstum der Unternehmenswerte im Portfolio auch die Stärkung des Wirtschaftsstandorts Österreich als zentrale Aufgabe genannt. Diese Verantwortung hatte zuvor in der Novelle zum ÖIAG-Gesetz vom Dezember 2018 konkrete Gestalt angenommen. Denn dort wird die ÖBAG explizit „mit der Entwicklung und Bereitstellung von Instrumenten zur Stärkung österreichischer Interessen im internationalen Standortwettbewerb betraut“ und in der Folge dazu „ermächtigt, Minderheitsbeteiligungen an

---

<sup>43</sup> Dazu gehörten z.B. die OMV, Simmering Graz Pauker, VAE, VA-Tech, VA-Stahl, Böhler Uddeholm, Austria Tabak, Salinen Austria, Vamed, Dorotheum, Staatsdruckerei, Postsparkasse, Telekom Austria oder der Flughafen Wien. Ebenfalls nach hohen Verlusten wurde mit dem Verkauf der Austrian Airlines im Jahr 2009 die bislang jüngste der großen Privatisierung von der ÖIAG abgewickelt. Siehe z.B. Butschek (2011, S. 379).

<sup>44</sup> Goldmann (1996).

<sup>45</sup> Resch (2011) nennt zahlreiche Beispiele. So sind etwa aus der Aufteilung der ehemaligen VOEST-Alpine Gruppe u.a. die heutige voestalpine AG (inklusive ihrer Tochter Böhler-Uddeholm) sowie im Elektronikbereich die AT&S (Austria Technologie & Systemtechnik AG) oder die ams (Austriamicrosystems AG) hervorgegangen. Der ehemalige Voest-Alpine Industrieanlagenbau gehört nunmehr zu Siemens.

für den Standort relevanten Unternehmen einzugehen sowie solchen Unternehmen Kredite, Garantien und sonstige Finanzierungen zur Verfügung zu stellen.“<sup>46</sup> Innerhalb bestimmter, vom BM für Finanzen festzulegender Grenzen und unter Aufsicht eines bei der ÖBAG angesiedelten „Beteiligungskomitees“, kann diese selbständig neue Minderheitsbeteiligungen eingehen, sofern sie den Kapitalbedarf aus den eigenen Dividenden oder Verkaufserlösen finanziert.<sup>47</sup> Die Gesetzesnovelle eröffnet damit der ÖBAG grundsätzlich die Möglichkeit für ein *aktives Beteiligungsmanagement*, in dem diese innerhalb der von der Politik definierten Grenzen und im Interesse des Wirtschaftsstandorts neue Beteiligungen erwerben und bestehende Anteile im Portfolio veräußern kann.

#### Übersicht 5: Unternehmensbeteiligungen der ÖBAG

Unternehmen	Anteil in %	Wert in Mrd Euro	Umsatz	Beschäftigung Anzahl
BIG Bundesimmobiliengesellschaft	100,00	8,4	1,13	937
Österreichische Post AG	52,85	1,0	2,02	20.338
Verbund AG*	51,00	8,3	3,90	2.772
Casinos Austria AG	33,24	0,1	1,36	3.336
OMV AG	31,50	2,4	23,46	19.845
APK Pensionskasse AG**	32,97		0,021	93
Telekom Austria AG	28,42	1,1	4,57	18.344

Weitere Beteiligungen:

Die FIMBAG Finanzmarktbeteiligung AG wurde im Zuge der Finanzkrise 2008 zur Rekapitalisierung österreichischer Banken gegründet. Nach weitgehender Erfüllung der Aufgaben wurde im November 2015 ihre Auflösung beschlossen.

Die GKB-Bergbau GmbH ist für den Rückzug aus den ehemaligen Beteiligungen im Bergbau, inkl. der vorgeschriebenen Maßnahmen zur Sicherung-, Schließung und Rekultivierung der Gelände, zuständig.

Die IMIB Immobilien und Industriebeteiligungen GmbH wurde 1987 als operative Einheit der ehemaligen VOEST-Alpine AG ausgegliedert. Sie hält 13 Prozent der Anteile an der Vamed AG und wickelt offene Geschäftsfälle ab.

Die Schoeller-Bleckmann GmbH ist seit den umfangreichen Privatisierungen Mitte der 1990er Jahre für die gesetzlich vorgeschriebene Sicherung der ehemaligen Werksgebiete verantwortlich.

Q: ÖBAG: <https://www.oebag.gv.at/de/portfolio/> (Stand vom 27.10.2020). Anmerkungen: \* Die ÖBAG managt die Anteile an der Verbund AG für das BM für Finanzen. \*\* Die APK Pensionskasse AG wurde 1989 von der ÖIAG gegründet und aufgrund der bevorstehenden Privatisierungen ab 1991 als überbetriebliche Kasse geführt. Alle Aktionäre sind Kunden der APK. Die ÖBAG ist der größte Aktionär, gefolgt von der voestalpine (32,10%) und der OMV (19,45%).

Ein solcher Ansatz des aktiven Beteiligungsmanagements findet eigentlich keine Entsprechung in der bisherigen historischen Erfahrung Österreichs, sondern bricht gleichermaßen mit der alten Ideologie der Verstaatlichung als Industrie- und Gesellschaftspolitik als auch mit dem jüngeren Mantra der großen Privatisierungswellen. Vielmehr versucht er mit einer differenzierteren Haltung, den in der aktuellen internationalen Entwicklung geschaffenen neuen Realitäten Rechnung tragen. Eine dieser Entwicklungen ist die wachsende Bedeutung großer internationaler Staatsfonds im Zuge der sich ausbreitenden Globalisierung wirtschaftlicher Beziehungen.

<sup>46</sup> Republik Österreich (2018, S. 4).

<sup>47</sup> Davor war die Bundesregierung „als Kollektivorgan“ für alle „grundsätzlichen Weichenstellungen der Beteiligungspolitik, wie etwa die Entscheidung über das Eingehen oder das Veräußern von Beteiligungen“ verantwortlich (ÖBIB, 2018).

### 3.3 Staatsfonds als Phänomen der Globalisierung

Eine Form öffentlicher Unternehmensbeteiligungen, die international in den letzten Jahren viel an Bedeutung und an öffentlicher Aufmerksamkeit gewonnen hat, sind sogenannte Staatsfonds (*sovereign wealth funds*, SWF). Diese haben wenig mit den traditionellen Formen der Verstaatlichten Industrie europäischer Prägung gemeinsam, sondern sind besser als eine spezifische Erscheinungsform der Globalisierung zu verstehen, die neben den wachsenden internationalen Handelsbeziehungen und Direktinvestitionen zunehmend auch das grenzüberschreitende Eigentum an bzw. die Kontrolle von Unternehmen betrifft.<sup>48</sup>

Der Begriff „Sovereign Wealth Fund“ (SWF) ist vergleichsweise jung und wurde erstmals im Jahr 2005 von Andrew Rozanov eingeführt. Ab dem Jahr 2007 wurde er von der *Financial Times* verwendet und fand danach rasche Verbreitung.<sup>49</sup> In der Literatur hat sich bisher noch keine verbindliche Definition durchgesetzt. Im Allgemeinen versteht man unter Staatsfonds aber eigenständig operierende Gesellschaften, die über Unternehmensbeteiligungen und/oder Anleihen im öffentlichen Auftrag öffentliche Finanzmittel investieren und verwalten.

Der historische Ursprung der Staatsfonds liegt in den Stabilisierungsfonds der Währungsbehörden, die zur Sicherung der Zahlungsbilanz sowie anderer geldpolitischer Ziele Währungsreserven halten. Länder mit großen Währungsreserven begannen zunehmend liquide Veranlagungen durch breiter diversifizierte und risikotolerantere Vermögenswerte zu ersetzen und etablierten dafür häufig neue spezialisierte Organisationen. Traditionelle Stabilisierungsfonds der Nationalbanken werden i.d.R. ebenso wenig zu den Staatsfonds gezählt wie alle öffentlichen Einrichtungen, die Vermögen zum Nutzen von Einzelpersonen verwalten (z.B. Pensionsfonds für öffentliche Bedienstete) oder konventionelle öffentliche Unternehmen mit unmittelbaren öffentlichen Aufgaben (z.B. im Bereich der Daseinsvorsorge). Eine charakteristische Eigenschaft der Staatsfonds ist hingegen das Fehlen klassischer Verbindlichkeiten, wie z.B. die Auszahlung von Pensionsansprüchen an einzelne Bürger oder die Verfügbarkeit für kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen.<sup>50</sup>

In Anlehnung an das *Sovereign Investment Laboratory* verweist die Literatur daher häufig auf folgende Definition.<sup>51</sup> Staatsfonds sind demnach:

- Investitionsfonds und keine Betriebsgesellschaften

---

<sup>48</sup> Kern (2010).

<sup>49</sup> Rozanov (2005), Bortolotti et al. (2015).

<sup>50</sup> „SWFs have an independent corporate identity (they are not managed by a central bank or finance ministry) and invest for commercial return over the long term. Unlike central banks, stabilization funds, or public pension funds, SWFs have no explicit liabilities – i.e., their assets are not routinely called on for stabilization or pension contributions – so they can have a greater tolerance for risk and illiquid assets to generate superior returns“ (*Sovereign Investment Lab*, 2015, S. 7).

<sup>51</sup> Siehe z.B. Bortolotti et al. (2015, S. 300), Fotak et al. (2017, s. 17).

- Zu 100 Prozent im öffentlichen Eigentum, aber getrennt von der Zentralbank oder dem Finanzministerium organisiert
- Investieren im In- und/oder Ausland in risikotragende Vermögenswerte
- Streben kommerzielle Renditen an
- Verwalten Vermögen und keine Pensionsansprüche

Das investierte staatliche Kapital kommt dabei aus sehr unterschiedlichen Quellen. Das *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI)<sup>52</sup> unterscheidet folgende Kategorien:<sup>53</sup> (i) Rohstoffexporte; (ii) Überschüsse in der Leistungsbilanz; (iii) Fremdwährungsgeschäfte der Nationalbanken; (iv) Privatisierungserlöse; (v) staatliche Transferzahlungen oder (vi) fiskalische Überschüsse. Am häufigsten werden die Staatsfonds mit Devisenreserven aus Überschüssen in der Leistungsbilanz finanziert. *Fotak et al.* (2017) schätzen, dass rund zwei Drittel, der den Staatsfonds zur Verfügung stehenden Mittel, aus Einnahmen der erdölexportierenden Länder stammen. Der Rest entfällt überwiegend auf Überschüsse in der Handelsbilanz für (industriell) gefertigte Waren. Im Zusammenhang mit den unterschiedlichen Finanzierungsquellen und abhängig von den jeweiligen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bzw. gesellschaftlichen Herausforderungen (z.B. demografische Entwicklung) verfolgen die einzelnen Staatsfonds unterschiedliche Ziele. Dabei kann man idealtypisch folgende Formen von Staatsfonds unterscheiden<sup>54</sup>:

- Stabilisierungsfonds: Vor allem in den rohstoffexportierenden Ländern sind Staatsfonds ein Mittel zur Diversifikation der Einnahmen, um die eigene Wirtschaft vor Preisschwankungen und übermäßiger Volatilität der öffentlichen Haushalte zu schützen.
- Reservefonds: Bei nachhaltig hohen Überschüssen der Leistungsbilanz helfen Staatsfonds unerwünschte Liquidität zu absorbieren und wirken durch die Beteiligung an ausländischen Unternehmen, Preisblasen am Inlandsmarkt bzw. einer Aufwertung der eigenen Währung entgegen.<sup>55</sup> Überschüssige Devisenreserven können auf diese Weise längerfristig, mehr Risiko tragend und somit ertragreicher veranlagt werden.
- Sparfonds für zukünftige Generationen: Aufgrund von absehbaren Grenzen natürlicher Rohstoffvorkommen sowie von demografischen Entwicklungen (Alterung) werden Staatsfonds genutzt, um aus den gegenwärtigen Überschüssen, Ersparnisse für künftige Generationen aufzubauen.<sup>56</sup>

---

<sup>52</sup> <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund>

<sup>53</sup> *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI) unter <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund>.

<sup>54</sup> *Rozanov* (2005), *Das et al.* (2010), *Bertolotti et al.* (2015), *Al-Hassan et al.* (2018), *Engerer* (2019).

<sup>55</sup> *Lu et al.* (2010, S. 22), *Shields – Villafuerte* (2010, S. 45).

<sup>56</sup> Im Unterschied zu dieser Auflistung unterscheidet die Weltbank neben den „savings funds for future generations“ auch eine Gruppe der sog. „contingent pension funds“, welche der langfristigen Sicherung der Pensionsleistungen dienen aber nicht auf individuelle Pensionsbeiträge und -ansprüchen beruhen (*Das et al.*, 2010, S. 60).

- Entwicklungsfonds: Vor allem Länder mit einem Mangel an privaten Kapitalgebern versuchen über Staatsfonds die wirtschaftliche und soziale Entwicklung am eigenen Standort zu stärken.

In der Realität gibt es zahlreiche Mischformen mit sich überlappenden Zielen. Ein Beispiel sind Reservefonds, wenn sie den Aufwertungsdruck der eigenen Währung verringern und damit eine exportorientierte Industriepolitik unterstützen.<sup>57</sup> Zudem können die Reservefonds strategisch eingesetzt werden, um den politischen Einflussbereich auszuweiten oder den Zugang zu kritischen Rohstoffen sicherzustellen. Ein bekanntes Beispiel sind etwa die direkten Auslandsinvestitionen der *China Investment Corporation* (CIC) zur Sicherung kritischer Rohstoffe für die eigene industrielle Entwicklung.<sup>58</sup> Zusätzlich zu solchen laufenden Überlappungen der Ziele können sich, dem Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft entsprechend, im Zeitablauf die jeweiligen Schwerpunkte verändern. Ein Beispiel ist *Temasek Holdings* in Singapur, die 1974 als ausgelagerte Staatsholding für öffentliche Unternehmen gegründet wurde und sich über die Jahre hinweg zunehmend von einem nationalen Entwicklungsfonds zu einem überwiegend international veranlagenden Reservefonds gewandelt hat (siehe Abschnitt 3.6).

Die ersten drei Zielsetzungen führen jedenfalls dazu, das klassische Staatsfonds überwiegend (in manchen Fällen sogar ausschließlich) im Ausland investieren. Neben der größeren Diversifizierung der Vermögenstitel besteht ein weiterer Vorteil in der größeren „Politikferne“, wodurch die Unabhängigkeit der Fonds sowie die unbeschränkte Ausrichtung auf betriebswirtschaftliche Erfolgsgrößen i.S. kommerziell orientierter Investoren an Glaubwürdigkeit gewinnen.<sup>59</sup>

Im Unterschied zu den klassischen Staatsfonds i.S. von *Sovereign Wealth Funds* (SWF) beruht der öffentliche Auftrag der Entwicklungsfonds (*Sovereign Development Funds*, SDF)<sup>60</sup> i.d.R. nicht auf eigenen Überschüssen. Dementsprechend vielfältig sind die alternativen Quellen, die zur Kapitalisierung herangezogen werden.<sup>61</sup> Dem Auftrag mit kommerziell erfolgreichen Veranlagungen gleichzeitig die wirtschaftliche Entwicklung am eigenen Standort zu stärken, entspricht naturgemäß eine Ausrichtung dieser Staatsfonds auf öffentliche Beteiligungen in inländische Unternehmen. Investitionen im Ausland können aber dann im strategischen Interesse eines Landes liegen, wenn sie z.B. die Erschließung wichtiger Absatzmärkte, die Sicherung kritischer Zulieferketten und Rohstoffe oder den Erwerb von Technologie unterstützen. Im Unterschied zu SWFs sind die Portfolios meist weniger diversifiziert und betreffen häufiger auch Unternehmen, deren

---

<sup>57</sup> *International Monetary Fund* (2008, s. 12).

<sup>58</sup> Siehe Wang (2017, S. 436). Als Beispiel für die Durchsetzung außenpolitischer Ziele nennt Wang den Einsatz von Staatsfonds zur Öffnung diplomatischer Beziehungen von Singapur mit Myanmar in den 1990er Jahren.

<sup>59</sup> Shields – Villafuerte (2010, S. 55).

<sup>60</sup> Bruce-Clark – Monk (2017).

<sup>61</sup> Diese können von der Übertragung der Vermögenswerte bzw. Veräußerung der bestehenden verstaatlichten Unternehmen über zweckgebundene Einnahmen aus der Übertragung von Rechten für geistiges Eigentum (Patente etc.), bis hin zur Finanzierung durch zweckgebundene Steuern, aus dem allgemeinen Budget oder über staatliche Anleihen reichen (Braunstein – Ali, 2019).

Anteile als „Privatkapital“ nicht an öffentlichen Börsen gehandelt werden. Ähnlich den Private Equity Gesellschaften treten sie stärker als aktive Eigentümer in Erscheinung, die aufgrund ihrer Marktkenntnisse und Geschäftserfahrung bei der Finanzierung Informationsasymmetrien leichter überwinden können oder z.B. über ihre Netzwerke direkt zum Wachstum der Unternehmenswerte beitragen.

Staatsfonds werden häufig mit dem Begriff „Staatskapitalismus“ in Verbindung gebracht.<sup>62</sup> Tatsächlich sind sie nach klassischem marktwirtschaftlichen Wirtschaftsverständnis, das auf Privateigentum beruht, eigentlich wesensfremd und bringen eine Reihe möglicher Nachteile und Gefahren mit sich. In jenen Ländern, welche diese Fonds mit öffentlichen Mitteln finanzieren, überwiegt naturgemäß die Sorge darüber, dass durch politische Einflussnahme (z.B. bei Personalentscheidungen oder der Auswahl von Beteiligungen) und einem damit einhergehend ineffizienten Management öffentliche Gelder verschwendet werden. Governance Strukturen, die zu einer glaubhaften Trennung von Politik und operativen Entscheidungen führen sowie ein an kommerziellen Renditen orientierter öffentlicher Auftrag sind Mittel um sicherzustellen, dass der Staat als Eigentümer ähnlich einem privaten Kapitalgeber handelt, wobei die zuvor genannten öffentlichen Interessen möglichst transparent und nachvollziehbar kommuniziert werden müssen, um das Management und andere Stakeholder vor willkürlichen politischen Einflussnahmen zu schützen.<sup>63</sup>

Dennoch bestehen auch in den Empfängerländern analoge Vorbehalte zur Qualität der *Corporate Governance* in den jeweiligen Beteiligungen. Das trifft insbesondere dann zu, wenn die Transparenz der Staatsfonds als mangelhaft angesehen wird. Dazu kann in (noch wenig kapitalisierten aber) für ausländische Direktinvestitionen besonders attraktiven Zielländern die Angst vor Preisblasen und einer höheren Volatilität der Aktienmärkte kommen.<sup>64</sup> Das rasche Wachstum zahlreicher Staatsfonds, insbesondere jener aus China, hat zudem in vielen Zielländern die Angst vor strategisch motivierten Übernahmen mit dem primären Ziel der Kontrolle kritischer Technologien geschürt.<sup>65</sup> Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Union in jüngster Zeit für die Mitgliedsländer mehr Spielraum zur Verschärfung ihrer Instrumente zur Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen geschaffen. Dabei legt sie immer wieder Wert auf den Hinweis, dass ausländische Direktinvestitionen grundsätzlich erwünscht sind, weil im Regelfall der Zufluss an Kapital die Produktion und Beschäftigung in den Zielländern stärkt.

---

<sup>62</sup> Zum Beispiel Wright – Amess (2017, S. 231), Wood et al. (2017, S. 459).

<sup>63</sup> OECD (2015a).

<sup>64</sup> Fotak et al. (2017, S. 23).

<sup>65</sup> „The bigger concern for a host country is likely to be direct ownership and control of a firm because there is the potential for a foreign government to control the behavior of that firm. Such concern could relate to national interests (e.g. in relation to energy or defense policies) but there might be broader economic concerns if the behavior of portfolio firms distorts product markets“ (Wright – Amess, 2017, S. 242).

Die Literatur bestätigt weitgehend diese Einschätzung und betont, dass die an Zielen der Wirtschaftlichkeit orientierten Staatsfonds ähnlich handeln wie private Investoren.<sup>66</sup> Während der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008-09 haben sie überdies als wichtige Kapitalgeber und Quellen der Refinanzierung v.a. im angeschlagenen Finanzsektor an Vertrauen gewonnen.<sup>67</sup> Nicht zuletzt aufgrund dieser Erfahrungen während der vorangehenden Wirtschaftskrise wird die Stabilität von langfristig orientierten öffentlichen Investoren als Vorteil der Staatsfonds hervorgehoben:

„SWFs can be viewed as long-term investors that can 'lean against the wind' and provide liquidity during crises. Contrary to most institutional investors, SWFs have almost no liabilities and as they only manage the savings of the government, they have less risk than do mutual funds of premature withdrawals of funds when they face short-term losses” (Béreau et al., 2017, S. 479).

Trotz dieser Vorteile, die insbesondere in Zeiten der aktuellen Covid-19 Krise an Bedeutung gewinnen, besteht weiter die Sorge, dass einzelne Staatsfonds verdeckte politische und strategische Ziele verfolgen, die letztlich zum Nachteil der Empfängerländer wirken können.<sup>68</sup> Im aktuellen weltwirtschaftlichen Klima offener und schwelender Handelskonflikte gewinnen diese Befürchtungen wieder an Gewicht und stärken den Ruf nach vermehrten Kapitalkontrollen.

Trotz unterschiedlicher Abgrenzungen in der Literatur, wird die Liste der 30 größten Staatsfonds (Übersicht 6) meist vom *Government Pension Fund Global* (GPFG) in Norwegen angeführt.<sup>69</sup> Dieser wurde 1990 gegründet und hatte 2019 ein Vermögen von mehr als Tausend Milliarden US \$ verwaltet. Er entspricht dem Typ eines Sparfonds für zukünftige Generationen (ohne auf individuelle Pensionsbeiträge oder -ansprüche zu beruhen) und wird häufig als Beispiel für operative Unabhängigkeit, Transparenz und die Einhaltung ethischer Standards bei der Auswahl und dem Management von Beteiligungen genannt. Weitere Eigenschaften sind die ausschließliche Beschränkung auf Minderheitsbeteiligungen im Ausland von bis zu 10% der Unternehmensanteile.<sup>70</sup> GPFG gilt als überwiegend passiver Eigentümer, der (bei gegebenen ethischen Standards) ausschließlich am Ertrag des Portfolios orientiert ist und im Vergleich zu anderen Staatsfonds auch eine hohe Bereitschaft zeigt, Beteiligungen wieder abzustoßen bzw. das Portfolio auch kurzfristig an sich ändernde Marktbedingungen anzupassen.

---

<sup>66</sup> Fotak et al. (2017, S. 38).

<sup>67</sup> Rozanov (2010).

<sup>68</sup> „Although no significant cases of security issues involving SWFs have been observed in practice, the political concerns have remained the single most critical issue in political and public perception” (Kern, 2010, S. 33).

<sup>69</sup> Fotak et al. (2017, s. 45),

<sup>70</sup> Wood et al. (2017). Vor der Krise 2008-09 waren die Beteiligungen auf einen maximalen Anteil von 5% beschränkt.

## Übersicht 6: Die größten Staatsfonds nach dem IE-Ranking (2019)

	Staatsfonds (Sovereign Wealth Fund)	Verwaltetes Vermögen (Mrd. US \$)	Land	Jahr der Gründung
1.	Government Pension Fund Global (GPF)	1.047,05	Norwegen	1990
2.	China Investment Corporation	940,60	China	2007
3.	Abu Dhabi Investment Authority	745,00	VAE	1976
4.	State Administration of Foreign Exchange	690,00	China	1997
5.	Hong Kong Monetary Authority - Exchange Fund	529,43	Hong Kong (China)	1993
6.	Kuwait Investment Authority	527,00	Kuwait	1953
7.	Saudi Arabian Monetary Authority - Reserve Assets	512,14	Saudi-Arabien	1952
8.	National Social Security Fund	437,90	China	2000
9.	GIC	407,00	Singapur	1981
10.	Qatar Investment Authority	304,00	Katar	2005
11.	Public Investment Fund	280,00	Saudi-Arabien	1971
12.	Investment Corporation of Dubai	239,39	VAE	2006
13.	Temasek Holdings	231,00	Singapur	1974
14.	Mubadala Investment Company	229,98	VAE	2002
15.	Korea Investment Corporation	131,60	Südkorea	2005
16.	National Wealth Fund	124,14	Russland	2008
17.	Future Fund	112,00	Australien	2004
18.	National Development Fund	68,00	Iran	2011
19.	Samruk-Kazyna	67,43	Kasachstan	2008
20.	Libyan Investment Authority	67,00	Libyen	2006
21.	Alaska Permanent Fund	66,30	USA- Alaska	1976
22.	National Oil Fund of Republic of Kazakhstan	59,94	Kasachstan	2000
23.	Texas Permanent School Fund	46,52	USA-Texas	1854
24.	Emirates Investment Authority	45,00	VAE	2007
25.	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	42,46	Aserbaidshan	1999
26.	Turkey Wealth Fund	40,00	Türkei	2016
27.	Brunei Investment Agency	39,00	Brunei	1983
28.	Khazanah Nasional	32,72	Malaysien	1993
29.	New Zealand Superannuation Fund	28,09	Neuseeland	2001
30.	State General Reserve Fund	25,00	Oman	1980

Q: IE – Sovereign Wealth Funds 2019.

Am zweiten Platz folgt die erst 2007 gegründete *China Investment Corporation* (CIC) mit einem Wert der Vermögen im Jahr 2019 von rund 940 Mrd. US \$. Sie entspricht dem Typus eines Reserrefonds zur Veranlagung der Devisenüberschüsse, der auch für seine strategischen internationalen Beteiligungen (z.B. in den Bereichen Rohstoffe, Energie oder Logistik) bekannt ist. Nach der bereits 1976 gegründeten *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) am dritten Platz folgen unter den Top 5 gereihten Staatsfonds zwei weitere in den 1990er Jahren gegründete Fonds aus China, die an die staatlichen Währungsbehörden angebunden sind. Am sechsten Platz folgt der älteste Staatsfonds: die 1953 gegründete *Kuwait Investment Authority* (KIA).

Die *Mubadala Investment Company* stammt aus Abu Dhabi und wird allgemein als Entwicklungsfonds angesehen, der nach der Fusion von drei unterschiedlichen Fonds eine Vielfalt an strategischen Zielen unter einem Dach vereint.<sup>71</sup> Die *International Petroleum Investment Company* (IPIC) ist der älteste der drei Fonds und auf Beteiligungen in den globalen Wertschöpfungsketten der Erdöl- und Erdgasbranchen spezialisiert. Im Zuge ihrer internationalen Diversifizierungsstrategie *innerhalb* der Branche hat sie 1994 einen Anteil von 19,6% der OMV erworben. Im Jahr 2017 wurde IPIC mit Mubadala fusioniert, dessen strategische Ausrichtung auf die Diversifikation der Erdöleinnahmen des Landes in neuen Wirtschaftszweigen *außerhalb* der Erdölbranche gerichtet war. Als dritter Fonds wurde 2018 der *Abu Dhabi Investment Council* (ADIC)<sup>72</sup> mit Mubadala fusioniert. Im Rahmen eines Syndikatsvertrags mit der ÖBAG hält die Tochter *Mubadala Petroleum and Petrochemicals Holding Company* (MMPH) heute 24,9% an der OMV, während sich 43% der Anteile im Streubesitz befinden.

### 3.4 Umfang staatlicher Unternehmensbeteiligungen im internationalen Vergleich

Die OECD hat in einer rezenten Studie die Anteile unterschiedlicher Kategorien von Eigentümern an den 10 Tausend größten börsennotierten Unternehmen ausgewertet.<sup>73</sup> Auf diese entfielen Ende 2017 immerhin 90% der Marktkapitalisierung von weltweit rund 41 Tausend börsennotierte Unternehmen. Der Bericht unterscheidet fünf Gruppen von Eigentümern. Mit rund 41% entfällt der größte Anteil der Marktkapitalisierung auf *Institutionelle Investoren* (z.B. Pensionsfonds, Versicherungen, Investmentfonds oder Hedge-Fonds), die insbesondere in den USA und anderen hoch entwickelten Volkswirtschaften weit verbreitet sind (Übersicht 7). Weitere 27% werden dem *Sonstigen Streubesitz und Kleinanlegern* zugeordnet, während rund 11% von *Privaten Unternehmen und Holdings* sowie 7% von *Strategischen Einzelinvestoren* (Individuen und Familien) gehalten werden.

In der öffentlichen Hand befinden sich mit rund 14% knapp ein Siebtel aller Anteile an den größten börsennotierten Unternehmen. Führend ist hier China, wo der öffentliche Sektor 38% aller Anteile besitzt. Hohe Anteile weisen auch die anderen Schwellenländer (28%) sowie hochentwickelte Nationen in Asien (23%) auf. Während in Europa ca. 9% der Anteile im öffentlichen Besitz sind, ist der Anteil in den USA mit 3% am geringsten. Wenn man nur den Anteil des öffentlichen Sektors betrachtet, führen Litauen, Saudi Arabien, Slowenien, Malaysia, Hong-Kong, China und Norwegen das Feld an, während Österreich mit einem öffentlichen Anteil an den in Wien erstnotierten Unternehmen von rund 16% im vorderen Mittelfeld liegt (Abbildung 6 und Abbildung 7). Von diesen 16% entfallen 11% auf öffentliche Eigentümer aus dem Inland und 5% auf öffentliche Eigentümer aus dem Ausland.

---

<sup>71</sup> IE CGC – ICEX (2019 S. 84ff).

<sup>72</sup> ADIC war 2007 von der *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) ausgegliedert worden und hat von dieser u.a. zahlreiche inländische Beteiligungen (v.a. im Finanzsektor) übernommen.

<sup>73</sup> De La Cruz et al. (2019).

### Übersicht 7: Kapitalanteile unterschiedlicher Investorengruppen in%

	Institutionelle Investoren	Öffentlicher Sektor	Private Unternehmen & Holdings	Strateg. Investoren & Familien	Andere ("free-float")
USA	72	3	2	4	19
Europa	38	9	13	8	32
Asien: hoch entwickelte Länder	23	23	17	7	30
China	9	38	11	13	28
Asien: Schwellenländer	16	19	34	10	21
Andere hoch entwickelte Länder	39	4	7	4	47
Latein Amerika	20	7	34	17	21
Andere Schwellenländer	20	28	15	6	31
Globaler Durchschnitt	41	14	11	7	27

Q: De La Cruz et al. (2019).

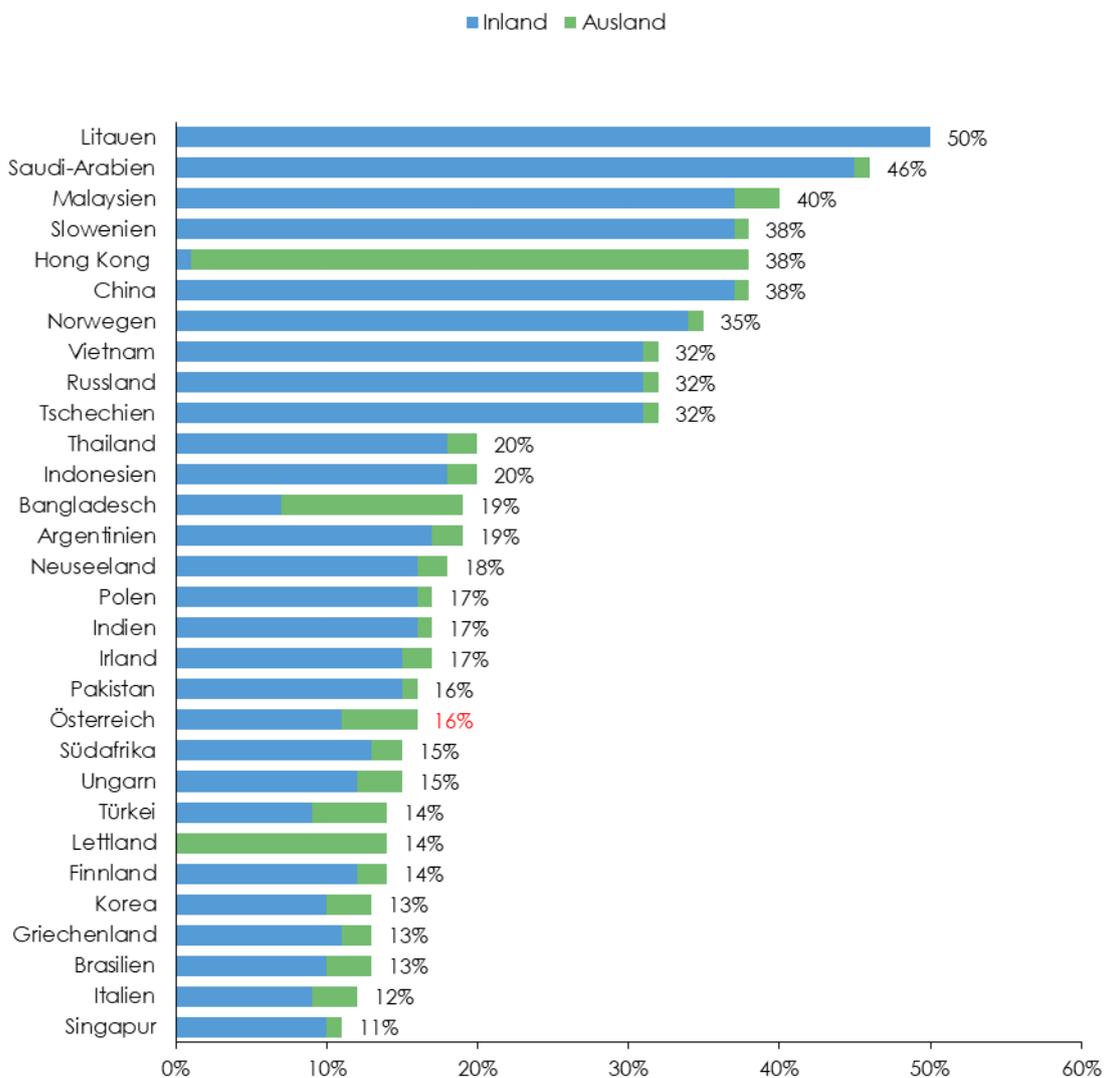
Zusätzlich erhebt die OECD bereits seit 1998 im Rahmen ihrer Indikatoren zur Regulierung ausgewählter Produktmärkte in 5-Jahresabständen den Umfang des öffentlichen Unternehmenssektors im internationalen Vergleich („scope of state-owned-enterprises“). Dieser Indikator erfasst, ob die öffentliche Hand in bestimmten Wirtschaftszweigen mindestens ein Unternehmen kontrolliert.<sup>74</sup> Skaliert ist der Indikator zwischen 0 (kein staatliches Engagement) bis 6 (maximales staatliches Engagement). Ein intensives staatliches Engagement ist nach diesen Kennzahlen der OECD noch immer in Frankreich, Polen, Schweiz, Litauen, Deutschland, Norwegen und Luxemburg zu beobachten (Abbildung 8). Während diese Länder aktuell über dem OECD-Durchschnitt liegen, hat Österreich den Einfluss des Staates auf den öffentlichen Unternehmenssektor seit den 1990er Jahren deutlich zurückgedrängt. Verantwortlich dafür war im Wesentlichen das damals umgesetzte ambitionierte Privatisierungsprogramm.<sup>75</sup> Seit damals liegt Österreich hinsichtlich des Umfangs des öffentlichen Unternehmenssektors nahe am OECD-Durchschnitt (Abbildung 9). Für einen selektiven Rückzug aus einzelnen Unternehmen sieht die OECD noch Potenzial, erkennt aber an, dass in manchen Sektoren staatliche Beteiligungen gerechtfertigt sind.<sup>76</sup>

<sup>74</sup> Die betroffenen Wirtschaftszweige reichen von der Verkehrsinfrastruktur über die Gas- und Elektrizitätswirtschaft bis hin zu zahlreichen Branchen in der Herstellung von Waren, dem Großhandel, Finanzdienstleistungen oder dem Glücksspiel. Ob der Staat die Kontrolle ausübt, wird anhand ausgewählter Fragen (z.B. zur Bestellung der Geschäftsführung oder der Trennung von Funktionen als Eigentümer und Regulierung) bestimmt. Siehe Vitale et al. (2020).

<sup>75</sup> Böheim (2011B).

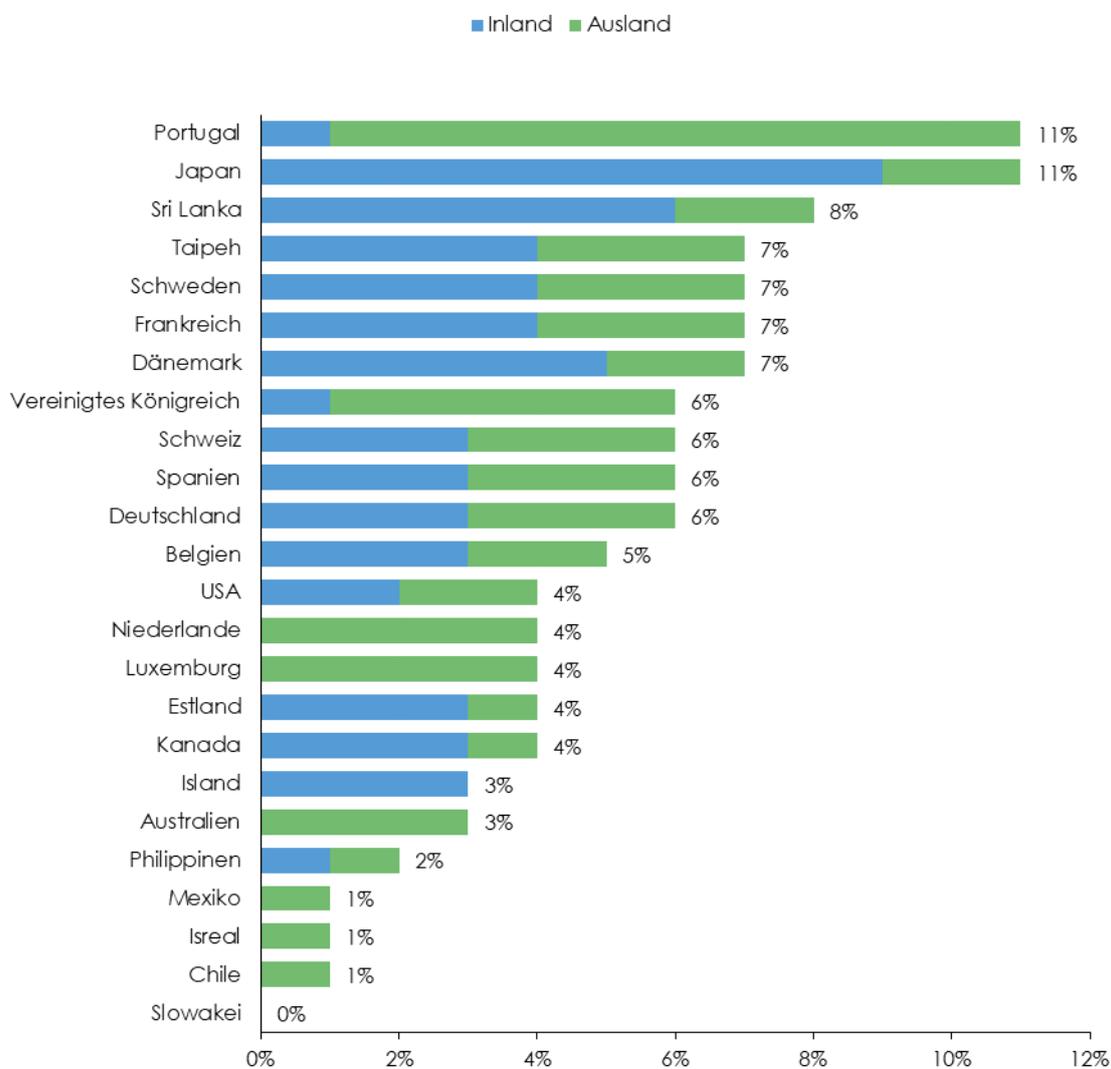
<sup>76</sup> Vitale et al. (2020).

Abbildung 6: Anteil öffentlicher Eigentümer an der gesamten Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen, Stand Ende 2017, Teil A



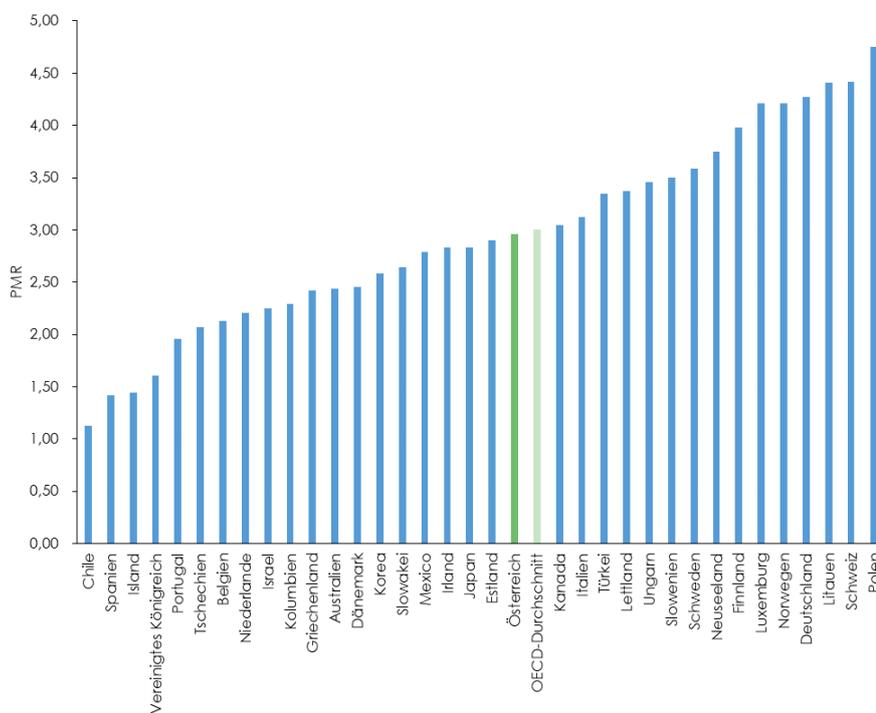
Q: De La Cruz et al. (2019). Die Zuordnung zu einem Land erfolgt entsprechend dem Standort der Erstnotierung.

Abbildung 7: Anteil öffentlicher Eigentümer an der gesamten Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen, Stand Ende 2017, Teil B



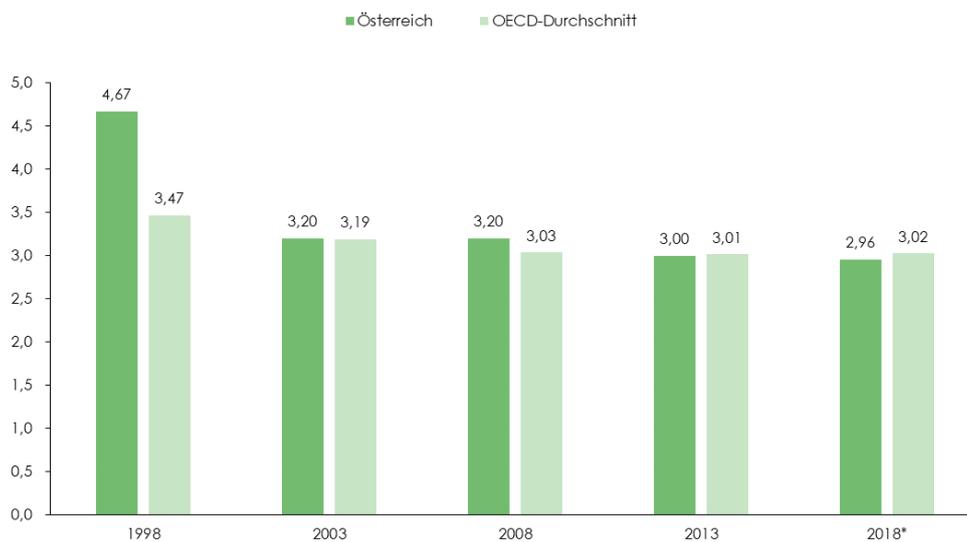
Q: De La Cruz et al. (2019). Die Zuordnung zu einem Land erfolgt entsprechend dem Standort der Erstnotierung.

Abbildung 8: Umfang des öffentlichen Unternehmenssektors im internationalen Vergleich



Q: OECD Product Market Regulation Database, WIFO-Darstellung.

Abbildung 9: Umfang des öffentlichen Unternehmenssektors Österreich vs. OECD-Durchschnitt



Q: OECD Product Market Regulation Database, WIFO-Darstellung.

### 3.5 Internationale Literatur zur Wirkung langfristiger Staatsbeteiligungen

Die Geschichte der Verstaatlichten Industrie sowie der nachfolgenden Privatisierungen war in Österreich mitunter dramatisch und von prägendem Einfluss auf die weitere wirtschaftliche Entwicklung (siehe Abschnitt 3.2). In ihren Grundzügen war sie aber keineswegs ein Einzelfall. Langfristige Staatsbeteiligungen gehen in der Regel aus der Teilprivatisierung ehemals vollständig im Besitz der öffentlichen Hand befindlichen Unternehmen hervor.

Neben der erheblichen finanziellen Belastung der öffentlichen Hand aus laufenden Subventionen und dem Ausgleich der Spekulationsverluste zeigten Ende der 1980er Jahre auch einige wissenschaftliche Publikationen die Vorteile aus Privatisierungen. In internationalen Vergleichen erwiesen sich verstaatlichte Unternehmen als ineffizienter und weniger wachstumsstark als Privatunternehmen. Dafür waren laut *Shleifer* (1998) die geringen Anreize der Geschäftsleitung zur Kostensenkung in verstaatlichten Unternehmen bei gleichzeitig fehlenden Anreizen zur Innovation verantwortlich. *Shleifer – Vishny* (1994) und *Lopez-de-Silanes et al.* (1997) führen daneben noch weitverbreitete Günstlingswirtschaft und Protektion in verstaatlichten Unternehmen an, die von politischen Parteien zur Belohnung für die Unterstützung ihrer Anhänger eingesetzt wurden.

Relativ frühzeitig stellten *Vickers – Yarow* (1991) den Vorteil staatlichen Eigentums in Frage, weil von staatlichen Eigentümern nicht nur ein möglichst hoher Unternehmensgewinn verfolgt wird, sondern zusätzlich politische Interessen über die Stimmrechte im Aufsichtsrat das operationale Geschäft beeinflussen können. Wenn z. B. ein Repräsentant des öffentlichen Bereichs im Aufsichtsrat sitzt, kann zusätzlich zum Unternehmenserfolg auch eine persönliche oder politische Agenda verfolgt werden. Diese Agenda kann die Umverteilung von Unternehmenserträgen zu bevorzugten Interessensgruppen umfassen, oder eine überhöhte Beschäftigung an bestimmten Produktionsstandorten bzw. Lohnsätze über dem Marktniveau. Die Autoren betonen, dass die Wahrscheinlichkeit zur Wiederwahl eines Politikers kaum von der Performance verstaatlichter Unternehmen abhängt, weshalb diese wenig Interesse an einer gewinnorientierten Geschäftsleitung haben. Darüber hinausgehend sind sie dem Lobbying, z. B. von Gewerkschaften, Industrieverbänden oder regionalen Stakeholdern, ausgesetzt und neigen daher dazu, deren Anliegen auch in der Kontrolle und den Vorgaben an die Geschäftsleitung verstaatlichter Unternehmen zu berücksichtigen. Darüber hinaus können Politiker ihre Stimmrechte auch für persönliche Vorteile aus den verstaatlichten Unternehmen nutzen.<sup>77</sup>

Diese theoretischen Argumente sollten in empirischen Untersuchungen zu entsprechenden Unterschieden zwischen Unternehmen mit dominanten staatlichen bzw. privaten Aktionären führen. *DeWenter – Malatesta* (2001) zeigen, dass unter den größten Unternehmen jeder Börse aus dem Fortune Global 500 Index, jene mit einem staatlichen Großaktionär eine signifikant geringere Profitabilität aufweisen als Unternehmen mit einem privaten Großaktionär. Dieses Ergebnis bleibt auch erhalten, wenn die Autoren für den Konjunkturzyklus, die Unternehmensgröße, den

---

<sup>77</sup> *Shleifer* (1998); *Shleifer – Vishny* (1994).

Standort und den Wirtschaftsbereich der Unternehmen kontrollieren. *Alfaraih et al.* (2012) finden für den kuwaitischen Aktienmarkt ein ähnliches Ergebnis. Während Unternehmen mit institutionellen Investoren in der Aktionärsbasis eine überdurchschnittliche Performance aufweisen, haben Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Investor niedrigere Performancekennzahlen. Die Autoren führen Mängel in der Kontrollaktivität staatlicher Eigentümer als potentielle Ursache an. *Borisova et al.* (2012) weisen in einer Stichprobe aus EU-Mitgliedstaaten in staatlich kontrollierten Unternehmen schlechtere Kontrollstrukturen nach.

In einer Studie eingetragener Unternehmen in Norwegen über den Zeitraum 1990 bis 1999 finden *Goldeng et al.* (2008) einen signifikanten Unterschied zwischen privaten und staatlichen Unternehmen in Bezug auf den Return on Assets (RoA) und den Anteil der betrieblichen Kosten am Umsatz. Für beide Kennzahlen zeigen die Autoren auch unter der Berücksichtigung der jeweiligen Marktstruktur, dass Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Aktionär schlechtere Werte haben. Die Autoren schließen, dass in Privatunternehmen sowohl die Geschäftsleitung als auch die Investoren intensiv nach externen Informationen über die betriebliche Performance von Wettbewerbern im selben Markt suchen und im eigenen Unternehmen umsetzen.

### 3.6 Internationale Beispiele

Zwei internationale Beispiele zeigen in den nachfolgenden Ausführungen, wie unterschiedlich einzelne Staaten ihre Rolle als langfristiger Investor auffassen und gestalten können. Beide Beispiele haben gemeinsam, dass sie im Unterschied zu den großen Stabilisierungs-, Reserve- und Sparfonds nicht aus Rohstoffexporten und andere Deviseneinnahmen finanziert werden, sondern jeweils als klassische Staatsholding öffentlicher Unternehmen im eigenen Land entstanden sind. *Temasek* in Singapur hat später mit einer Vielzahl internationaler Beteiligungen das globale Wachstum forciert. Im Vergleich dazu ist *Solidium* in Finnland noch relativ jung, wesentlich kleiner und auf Minderheitsbeteiligungen im Inland spezialisiert.

#### 3.6.1 Temasek

Temasek bezeichnet sich selbst als eine „*commercial investment company*“ mit Sitz in Singapur. Sie befindet sich vollständig im Eigentum des Finanzministeriums und wurde 1974 als klassische Holding für Staatsbetriebe gegründet. Ziel war die Trennung der öffentlichen Funktionen als politischer Entscheidungsträger und Regulierungsbehörde von jenen als Eigentümer, die seither von Temasek als ein am betriebswirtschaftlichen Erfolg interessierter Aktionär wahrgenommen wird. Das Ministerium erhält Dividendenzahlungen und nominiert Mitglieder im Board, hat dort aber selbst keinen Sitz. Das an Temasek übertragene Vermögen wurde gleichsam „eingefroren“ und kann nur mit ausdrücklicher Genehmigung durch den Präsidenten an das Ministerium rückgeführt werden.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> OECD (2015b, S. 50ff). Die OECD zitiert zudem eine Studie aus dem Jahr 2011, wonach bei vorsichtiger Schätzung die Unternehmen im Portfolio von Temasek für rund 20% der Wirtschaftsleistung von Singapur verantwortlich waren.

Auf der Suche nach attraktiven Veranlagungen hat Temasek seit ca. 2004 das Portfolio zunehmend globalisiert. Mit einem internationalen Mitarbeiterstab von über 800 Beschäftigten aus 32 Nationen hat sie im Jahr 2020 in 11 Geschäftsstellen, die auf acht Länder verteilt sind, einen Portfoliowert von rund 306 Mrd. US\$ verwaltet. Obwohl Temasek in der Literatur oft als Beispiel eines Staatsfonds (und Vorbild für zahlreiche Länder v.a. im asiatischen Raum) genannt wird, versteht sie sich aus den oben genannten Gründen selbst<sup>79</sup> nicht als „sovereign wealth fund“. Als Begründung verweist Temasek darauf, dass sie nicht staatliches Vermögen i.S. eines Fonds veranlagt, sondern die Eigentümerrechte ihres eigenen Vermögens, das sie auch in ihrer eigenen Bilanz ausweist, wahrnimmt.<sup>80</sup> Neues Kapital stammt v.a. aus Veräußerungserlösen, Dividenden und Ausschüttungen der Portfoliounternehmen sowie aus Krediten durch das eigene Anleiheprogramm. Allerdings kann von Zeit zu Zeit auch das Finanzministerium als Eigentümer von Temasek Kapital aus den eigenen Reserven zuführen.

Temaseks gesellschaftlicher Auftrag ist in der „Temasek-Charta“<sup>81</sup> durch drei Aufgaben formuliert. Als aktiver Investor und Aktionär, der staatliches Vermögen treuhändisch und zukunftsorientiert verwaltet, ist Temasek in ihrer Mission dazu angehalten (i) langfristige, nachhaltige Werte zu schaffen; (ii) eine „Eigentümerkultur“ („*culture of ownership*“) in den Unternehmen und das Streben nach Exzellenz zu fördern; und (iii) generationenübergreifend zur Weiterentwicklung des Gemeinwesens beizutragen.<sup>82</sup>

Temasek arbeitet dabei nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, die Renditen werden an den risikobereinigten Kapitalkosten gemessen. Diese bilden die Grundlage für die Zusammenstellung der Portfolios, welche bottom-up (also ohne vorgegebene strategische Vermögensallokation) erfolgt. Temasek investiert hauptsächlich Eigenkapital in börsen- und nichtbörsennotierten Unternehmen und hat die Flexibilität (konzentriert) in unterschiedlichen Sektoren und/oder Regionen zu investieren. Zuletzt entfielen vom gesamten Nettoportfoliowert von 306 Milliarden US\$ (Stand: 31. März 2020) nicht ganz zwei Drittel auf die Region Asien, während nur 10% in Europa investiert sind. Auf Investitionen im Sektor Finanzdienstleistungen entfiel ein Viertel des gesamten Nettoportfoliowertes, weitere 20% auf Beteiligungen im Bereich Telekommunikation, Medien und Technologie (siehe Abbildung 10).

---

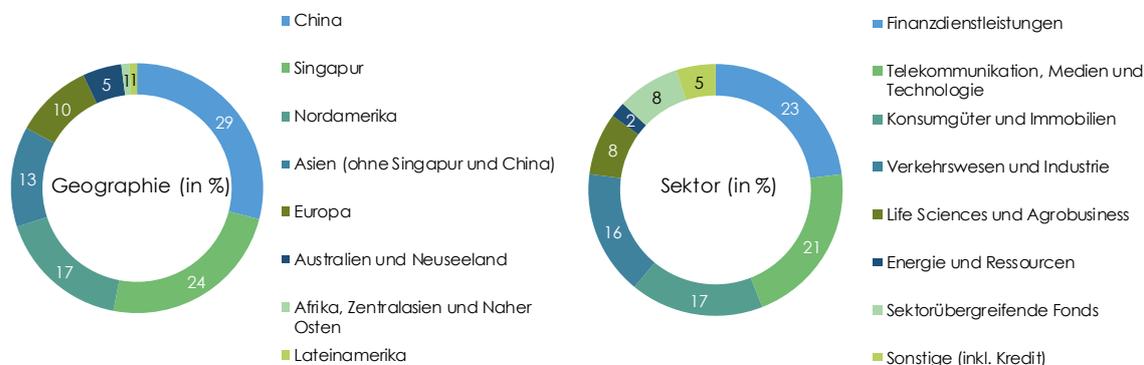
<sup>79</sup> Vielmehr weist es diese Rolle in Singapur dem 1981 gegründeten und deutlich größeren GIC zu, das im Unterschied zu Temasek aus den Devisenreserven des Landes finanziert wird. Diese sowie weitere Informationen wurden uns dankenswerterweise im Rahmen der Beantwortung eines vom Projektteam erstellen Fragbogens von Temasek zur Verfügung gestellt.

<sup>80</sup> Temasek verwaltet somit z.B. weder die Ersparnisse des Singapore CPF (*Central Provident Fund*) noch die Reserven der Regierung von Singapur oder die Devisenreserven Singapurs. Des Weiteren hebt Temasek hervor, keine Steuerbefreiungen für Investitionen in Anspruch zu nehmen, wozu ein Staatsfonds ihrer Ansicht nach berechtigt wäre.

<sup>81</sup> <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-purpose>, abgerufen am 7. Oktober 2020.

<sup>82</sup> In einer schriftlichen Fragebeantwortung betont Temasek, dass es dabei „die Institution über das Individuum stellt“, die Interessen von Mitarbeitern und Aktionären in Einklang bringt und Akzente auf Langfristigkeit gegenüber der kurzen Sicht setzt.

Abbildung 10: **Geographische und sektorale Verteilung des Nettoportfoliowerts aller Portfoliounternehmen von Temasek**



Q: <https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/our-portfolio#geography> sowie <https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/our-portfolio#sector>, bzw. Temasek Review 2020 – Highlights (2020), S.4. Verteilung auf Basis der zugrunde liegenden Vermögenswerte.

Temasek investiert sowohl in öffentlich gehandelte börsennotierte Unternehmen (*public equity*) als auch außerhalb. Nicht-börsennotierte Beteiligungen (*private equity*) bilden mit 48% des Portfoliowertes das größte Engagement. Diese Vermögenswerte setzen sich aus Positionen in von Dritten verwalteten Fonds und privat gehaltenen Unternehmen zusammen. Nach Angaben von Temasek haben die seit 2002 getätigten Investitionen in nicht-börsennotierten Unternehmen insgesamt bessere Renditen erzielt als jene von börsennotierten Unternehmen. Außerdem hält Temasek neben Minderheitsbeteiligungen auch eine deutliche Anzahl an Mehrheitsbeteiligungen, sowie einige Unternehmen im 100%-igen Besitz. Temaseks Portfolio-Ansatz erlaubt es Kapital flexibel einzusetzen und Beteiligungen für relativ lange oder kurze Zeiträume zu halten. Zum Portfolio gehören sowohl Unternehmen im Frühstadium als auch große reife Unternehmen. Temasek gestaltet sein Portfolio unabhängig und benötigt keine Genehmigungen seitens der Regierung von Singapur, wenn es seine Investitionsbestände erhöht, hält oder verringert. Diese Maßnahmen werden von einer Reihe kommerzieller Grundsätze geleitet, um langfristig risikobereinigte Renditen zu erzielen und zu maximieren. Temasek übernimmt keine finanziellen Bürgschaften für die Verbindlichkeiten ihrer Portfoliounternehmen.<sup>83</sup>

Bei den Investitionen setzt Temasek Schwerpunkte in vier Themenbereichen:

- Transformationsökonomien („transforming economies“)
- Wachsende Mittelschicht (growing middle income populations)
- Vertiefung komparativer Wettbewerbsvorteile („deepening comparative advantages“)
- Aufstrebende Sieger („emerging champions“)

<sup>83</sup> Ebenso übernimmt die Regierung Singapurs keine Finanzgarantien für die Verbindlichkeiten von Temasek.

Zusätzlich ist es die erklärte Absicht von Temasek durch ein ambitioniertes Umwelt-, Sozial- und Governance-Rahmenwerk ein zukunftsorientiertes und widerstandsfähiges Portfolio von Unternehmen aufzubauen, das „zum Fortschritt der Gesellschaft beitragen“ soll. Temasek konzentriert sich dabei auf Klimarisiken und -chancen und hat sich das Ziel gesetzt, die Netto-Kohlenstoffemissionen des eigenen Portfolios bis 2030 zu halbieren und bis 2050 auf null zu setzen.

In der Verwaltung des Portfolios als aktiver Investor und Vermögensinhaber erklärt Temasek nicht von etwaigen Genehmigungen der Regierung Singapurs abhängig zu sein, sowohl der Board<sup>84</sup> als auch das Management agieren unabhängig. Spiegelbildlich greift auch Temasek nicht in das Tagesgeschäft und die betrieblichen Entscheidungen Ihrer Portfoliounternehmen ein. Sie überlässt deren strategische Geschäftsentscheidungen sowie den operativen Betrieb den jeweiligen Boards (bzw. Geschäftsleitungen). Temasek unterstützt aber aktiv die Bildung hochkarätiger, erfahrener und vielfältiger Boards, um das Managementteam der Portfoliounternehmen zu führen und zu unterstützen. Dazu gehört es auch, dass Temasek vorausschauend potentielle Kandidaten für diese Tätigkeiten identifiziert. Um die Strategien und das operative Umfeld ihrer Portfoliounternehmen besser zu verstehen, hält sich Temasek über die jeweiligen Branchenentwicklungen am Laufenden und überwacht regelmäßig die Strategie und Ergebnisse ihrer Unternehmen.

### 3.6.2 Solidium

Solidium ist eine zu 100% im Eigentum des finnischen Staates stehende Beteiligungsgesellschaft. Gemäß dem Büro der finnischen Premierministerin ist Solidiums Auftrag die Stärkung und Konsolidierung des inländischen Eigentums an börsennotierten Unternehmen von nationaler Bedeutung und die langfristige Erhöhung der finanziellen Vermögenswerte.<sup>85</sup> Eine wichtige Kernaufgabe von Solidium ist die Verfolgung einer langfristigen Eigentümerpolitik und Gewährleistung der Fähigkeit zu flexiblen und raschen Reaktionen.<sup>86</sup>

Solidium wurde 2008 mit der Zielsetzung gegründet, die Verwaltung von staatlichen Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen auf professionellere Beine zu stellen. Damit soll eine gute Kapitalrendite abgesichert sowie die Unabhängigkeit von politischer Einflussnahme gewährleistet werden. Dafür wurden 2008 die Anteile an acht börsennotierten

---

<sup>84</sup> Gemäß den G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance (OECD, 2015a, S. 57) soll der Corporate-Governance-Rahmen „die strategische Ausrichtung des Unternehmens, die effektive Überwachung der Geschäftsführung durch den Board als Aufsichtsorgan sowie dessen Rechenschaftspflicht gegenüber dem Unternehmen und seinen Aktionären gewährleisten“, jedoch sind der Aufbau und die Funktionsweise des Board von Land zu Land unterschiedlich. Während in Österreich ein sogenanntes zweistufige Board-Systeme mit einer Trennung der Funktionen von Aufsichtsrat und Geschäftsführung (Vorstand) in zwei verschiedenen Organen vorherrschend ist, besteht in anderen Ländern ein einstufiges System, bei dem sich der Board sowohl aus Vertretern der Geschäftsführung als auch aus nicht zur Geschäftsführung gehörenden Mitgliedern zusammensetzt (OECD, 2015a).

<sup>85</sup> „Special assignment: To reinforce and consolidate domestic ownership in listed companies of national significance and increase the financial value of assets in the long term“ (Prime Minister's Office, 2020, Annex 1, S. 5.)

<sup>86</sup> Report of the Solidium Working Group (2015, S.15).

Unternehmen an Solidium übertragen.<sup>87</sup> Solidium wurde somit gegründet, um *staatlichen Minderheitsbeteiligungen* an börsennotierten Unternehmen zu verwalten. Jene börsennotierten Unternehmen, welche sich noch mehrheitlich im Staatsbesitz befanden, und deren Mehrheitsbeteiligung des finnischen Staates auch per Gesetz vorgeschrieben ist, wurden bewusst nicht in die Solidium Beteiligungsgesellschaft eingebracht, um dieser die für einen aktiven Investor notwendige Flexibilität und rasche Reaktionsmöglichkeit zu geben. Auch jene Unternehmen im finnischen Staatseigentum, an denen der Staat ein besonderes Interesse im Zusammenhang mit Regulierungen oder gesetzlichen Verpflichtungen hat (z. B. aufgrund von staatlich festgelegten Aufträgen und Funktionen) sind nicht Teil der Portfolios von Solidium.<sup>88</sup>

Auch heute noch verwaltet Solidium den aktuellen Aktienbesitz, verkauft und erwirbt Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen „von nationaler Bedeutung“. Bei den Unternehmen im Portfolio von Solidium, ist der Staat sowohl am Finanzergebnis als auch an der Förderung des inländischen Eigentums interessiert.<sup>89</sup> Darüber hinaus erlaubt das Mandat Solidium auch in nicht börsennotierte Unternehmen zu investieren, um diese auf eine Börsennotierung vorzubereiten. Dieser Fall ist bisher jedoch noch nicht eingetreten.

Alle Portfoliounternehmen von Solidium arbeiten in einem Wettbewerbsumfeld unter gleichen Bedingungen wie ihre privatwirtschaftlichen Mitbewerber. Derzeit hält Solidium Anteile an insgesamt 13 börsennotierten, finnischen Unternehmen.<sup>90</sup> Das Portfolio umfasst somit Unternehmen, die u.a. in der Stahlindustrie, der Verpackungs-, Holz- und Papierindustrie, chemischen Industrie oder im Maschinenbau tätig sind, ebenso wie Unternehmen, welche Informationstechnologie, Telekommunikationsdienste, Netzwerkinfrastruktur, oder auch Versicherungs- und Bankdienstleistungen anbieten (siehe Übersicht 8). Der Marktwert von Solidiums Investitionen belief sich mit Stand 30. Juni 2020 auf 6.798 Mio. €.<sup>91</sup>

---

<sup>87</sup> Kemira, Metso, Outokumpu, Rautaruukki, Sampo, Sponda, Stora Enso und TeliaSonera (Solidium 2019, S. 8).

<sup>88</sup> Das Büro der finnischen Premierministerin (Prime Ministers Office, 2020, Annex 1, S. 2.) beschreibt diese nicht Solidium zuzurechnenden Unternehmenstypen folgendermaßen:

„ Company category 1b: Aside from a strong investor interest, the companies in this category involve strategic interests that make it advisable for the State to remain a strong shareholder or take other steps to secure such strategic interests in case its holdings are decreased or relinquished.

Company category 2: As a shareholder, the State has a special interest in the companies included in this category related to regulation or statutory duties; these companies have a state-defined political or other mission related to business and industry or society, or they play some other special role.“

<sup>89</sup> Prime Minister's Office (2020, S.12).

<sup>90</sup> Konkret befinden sich aktuell folgende Unternehmen im Portfolio von Solidium: Elisa Corporation, Kemira Oyj, Konecranes Plc, Metso Corporation, Nokia Plc, Nokian Tyres plc, Outokumpu Oyj, Outotec Oyj, Sampo Plc A, SSAB AB tot., Stora Enso Oyj tot., TietoEVRY Corporation und Valmet Corporation.

<sup>91</sup> Annual Report 2019, S. 21.

Der *Board of Directors* von Solidium wird vom Staat, vertreten durch die finnische Premierministerien ernannt. Im Rahmen des vom *Cabinet Committee on Economic Policy* vorgegebenen Mandats hat der Board weitreichende Kompetenzen und kann somit unabhängig agieren.<sup>92</sup>

Die OECD (2018) hebt in ihrem *Compendium of National Practices* die zentrale Funktion der Boards insbesondere auch für die Führung von Unternehmen im (zumindest teilweisen) Staatseigentum hervor. In diesem Sinne will auch Solidium durch die aktive Teilnahme an den Nominierungsausschüssen für die Boards die Eigentümerinteressen in der Verwaltung seiner Portfoliounternehmen stärken. Aus Sicht von Solidium ist die Auswahl der Mitglieder im Board das wichtigste Instrument. Jedes einzelne Mitglied soll durch Fachkenntnisse einen bedeutenden Beitrag für das Unternehmen erbringen und somit indirekt auch den Unternehmenswert (*shareholder value*) erhöhen. Es ist daher ein erklärtes Ziel von Solidium, langfristig im Board jedes Portfoliounternehmens vertreten zu sein. Mittlerweile ist dies bereits in sechs Portfoliounternehmen der Fall.<sup>93</sup>

Als langfristig orientierter Eigentümer unterscheidet sich Solidium deutlich von klassischen Investmentfonds. Das Ziel Solidiums ist nicht die kurzfristige Optimierung der Rendite der Beteiligungen im Vergleich zu den Börsenindizes, sondern die Unterstützung der langfristigen Entwicklung der Unternehmenswerte. Dieser Ansatz erfordert einen vertieften Einblick in die Beteiligungen, einschließlich ihrer Geschäftstätigkeit, Strategie, Marktumfeld, Verantwortung und Wertschöpfung, um die Portfoliounternehmen und ihre Branchen zu verstehen. Deshalb analysiert das Team von Solidium die Unternehmen, trifft sich häufig mit der Unternehmensleitung und anderen Großaktionären, besucht Produktionsstätten, besucht Kapitalmarkttag und Branchenseminare und studiert die Wettbewerber des Unternehmens. Weiters formuliert das Investmentteam von Solidium einen Wertschöpfungsplan für die Portfoliounternehmen.

Im Rahmen eines Interviews des Projektteams mit dem CEO von Solidium, hat Antti Mäkinen explizit die Bedeutung dieses langfristigen Interesses von Solidium an ihren Portfoliounternehmen hervorgehoben. Gepaart mit den finanziellen Möglichkeiten Solidiums im Bedarfsfall schnell zu handeln, ist dies – gemäß Antti Mäkinen – eine wichtige Unterstützung, welche insbesondere in der Finanzkrise und auch der jetzigen COVID-19 Krise von ihren Portfoliounternehmen geschätzt wurde.

Solidium verfolgt die Vision, dass ihre Portfoliounternehmen auch in den betriebswirtschaftlichen Kennzahlen besser abschneiden sollen als vergleichbare „*Peer Groups*“. Für diese *Peer Groups* werden meist westliche, börsennotierte Unternehmen aus demselben Tätigkeitsbereich herangezogen; sie unterscheiden sich daher für die einzelnen Portfoliounternehmen. So setzt sich z.B. für einen Telekombetreiber die *Peer Group* aus anderen europäischen Telekombetreibern (z.B. Telia in Schweden und Telenor in Norwegen) zusammen. Für das

---

<sup>92</sup> *Solidium* (2019, S. 7, 10).

<sup>93</sup> Im Interview erklärte der CEO von Solidium die bewusst gewählte schrittweise Vorgangsweise, um zu gewährleisten, dass geeignete Kandidaten ausgewählt werden, deren Expertise von den Portfoliounternehmen respektiert wird und diesen einen Mehrwert bieten kann.

Portfoliounternehmen Nokia wird im Moment nur ein Unternehmen – nämlich Ericson – als Peer Group herangezogen. Weiters überprüft Solidium die Peer-Group jedes Jahr auf ihre Relevanz für das jeweilige Portfoliounternehmen. Die getroffene Auswahl der Peer-Gruppen ist transparent, Solidium kommuniziert sie in der Presse.

Das Thema unternehmerische Verantwortung hat für Solidium einen hohen Stellenwert. Beispielhaft werden Menschenrechte und Schutz der Privatsphäre, aber auch Management der Lieferketten oder der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck genannt. Solidium betont dabei die Verantwortung als Eigentümer, diese Herausforderungen sowie ihre potentiellen Auswirkungen auf den Unternehmenswert zu identifizieren. Zu diesem Zweck erstellt das Team von Solidium für jedes ihrer Portfoliounternehmen eine Verantwortlichkeitsanalyse und erörtert diese mit dem Management der Unternehmen in ihrem Portfolio.<sup>94</sup> Neben Solidium selbst veröffentlichen auch fast alle ihre Portfoliounternehmen Nachhaltigkeitsberichte gemäß dem GRI-Standard. Dieser ist ein weit verbreiteter Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung, der von der unabhängigen und international tätigen<sup>95</sup> *Global Reporting Initiative (GRI)*<sup>96</sup> angeboten wird.

---

<sup>94</sup> <https://www.solidium.fi/en/corporate-responsibility/solidiums-way-of-working/>

<sup>95</sup> Eine Abfrage Global Reporting Initiative (GRI)-Datenbank - <https://www.globalreporting.org/about-gri/> - am 17. August 2020 ergab für die folgenden 12 Portfoliounternehmen Solidiums einen Treffer: Elisa, Kemira, Konecranes, Metso, Nokia Corporation, Nokian Tyres, Outokumpu, Outotec, Sampo Group, Stora Enso, Tieto Corporation und Valmet.

<sup>96</sup> <https://www.globalreporting.org/about-gri/>

## Übersicht 8: Kennzahlen zu den Unternehmen im Portfolio von Solidium

	Beteiligung am Unternehmen		Umsatz		Gewinn		Beschäftigte		Kapitalrendite		Marktkapitalisierung in Mrd. EUR (30. Juni 2020)
	in %	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	in %	Mio. EUR	Anzahl	in %	in %	in %	
Elisa	13,4	1.844	87	4.884	395	4.884	77	27	8,7		
Kemira	2,7	2.659	15	5.062	194	5.062	16	9	1,8		
Konecranes	2,0	3.327	2	1.196	149	1.196	12	7	1,6		
Metso	9,6	3.635	3	15.821	418	15.821	12	20	4,4		
Nokia	15,4	23.315	7	98.322	485	98.322	6	0	21,8		
Nokian Tyres	2,7	1.596	15	26.755	317	26.755	37	25	2,7		
Oufokumpu	3,4	6.403	4	14.519	33	14.519	24	-3	1		
Outotec	2,0	44.197	4	4.045	107	4.045	35	19	0,9		
Sampo Group	19,9	8.749	29	9.927	1.541*	9.927	23	12	17		
SSAB	4,5	7.223	11	14.514	185	14.514	34	2	2,5		
Stora Enso	14,5	10.055	6	26.096	1.305	26.096	25	12	8,6		
TietoEVRY	4,2	1.734	41	23.996	124	23.996	14	7	2,9		
Valmet	5,7	3.547	8	13.598	281	13.598	38	20	3,5		

Q: Solidium, 2020, „Annual Report 2020“, S. 14, 16, [http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual\\_report-2020/](http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual_report-2020/). \* Ergebnis vor Steuern..

## 4. Der Staat als strategischer „Ankeraktionär“: ausgewählte Aspekte

### 4.1 Unternehmenszentralen als Standortfaktor

In der Unternehmenszentrale ("Headquarter") sind die Kernkompetenzen (Geschäftsführung, Forschung, Entwicklung und Design, Personal, Marketing und Vertrieb, Finanzen und Controlling) eines Unternehmens zusammengefasst. Dort werden die wesentlichen strategischen und operativen Unternehmensentscheidungen getroffen. Headquarter spielen aber nicht nur für ein Unternehmen selbst, sondern auch für die wirtschaftliche Entwicklung eines Standorts eine bedeutende Rolle. Positive Standorteffekte von Unternehmenszentralen können sich z. B. für Beschäftigung, Innovation, Forschung und Technologieentwicklung aber auch für den Finanz- und Kapitalmarkt ergeben. Die Förderung der Ansiedlung bzw. der Erhalt von Unternehmenszentralen liegt deshalb im wirtschaftspolitischen Interesse eines Landes.<sup>97</sup>

Empirische Untersuchungen zeigen, dass Unternehmenszentralen überdurchschnittlich häufig im Land der dominierenden strategischen Eigentümer angesiedelt sind.<sup>98</sup> Unternehmenspolitik und -kultur multinationaler Unternehmen werden maßgeblich von nationalen Rahmenbedingungen ihres "Stammsitzes" geprägt, deren Beschäftigungs- und Investitionspolitik orientiert sich oft an nationalen Zielsetzungen.<sup>99</sup> Daraus lässt sich ableiten, dass die Existenz von standortgebundenen (d. h. inländischen) strategischen Eigentümern ("Ankeraktionären") ein wesentlicher Faktor für das Entstehen bzw. Halten von Unternehmenszentralen ist. Strategisches Eigentum ist i. d. S. "volkswirtschaftlich wertvoll" und dessen Existenz standortpolitisch bedeutsam.<sup>100</sup>

Der Idealtypus des Ankeraktionärs hat über die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes hinaus keine eigenen "unternehmerischen" Interessen, die er über die Beteiligung verfolgt. Damit ist die Bereitschaft verbunden, dem Unternehmen auch in schlechten Zeiten zur Seite zu stehen und das Management in schwierigen Phasen zu unterstützen, umgekehrt aber auch der Verlockung von attraktiven Verkaufsangeboten zu widerstehen. Dadurch unterscheidet er sich wesentlich vom "typischen", an der kurzfristigen Rendite orientierten (Finanz-)Investor. Investmentfonds, Pensionskassen, Banken und Versicherungen erfüllen diese Voraussetzung in der Regel nicht, am ehesten noch private Stiftungen und "Eigentümerfamilien". So bleibt noch die öffentliche Hand, die in ihrer gesamtwirtschaftlichen Perspektive auf strategische Kernbeteiligungen abzielen könnte, was allerdings das latente Risiko der politischen Einflussnahme in sich birgt.<sup>101</sup>

---

<sup>97</sup> Sieber (2008), Knoll (2004), Hahn et al. (1999).

<sup>98</sup> Hahn et al. (1999).

<sup>99</sup> Doremus et al. (1998).

<sup>100</sup> Nowotny (2002).

<sup>101</sup> Nowotny (2002).

## 4.2 Großaktionäre als Instrument zur Kontrolle der Geschäftsleitung

Nach dem sogenannten "Large-Investors-Approach" kann der strategische Eigentümer helfen das *Principal-Agent* Problem der Überwachung und Steuerung der Geschäftsführung durch die Eigentümer zu entschärfen.<sup>102</sup> Für Kleinaktionäre sind die Kosten der laufenden Kontrolle im Vergleich zum erzielbaren Ertrag zu hoch, daher legen Kleinanleger oft ihre Ersparnisse als Einlagen in Kreditinstituten an und delegieren die Kontrollaufgaben an die Bank. Großaktionäre können die Kontrollrechte für Kleinanleger ebenfalls stellvertretend wahrnehmen, weil für sie die Kosten der Kontrollausübung durch einen – entsprechend der Größe ihrer Beteiligung – hohen Ertrag gedeckt ist. Indem der Kernaktionär die Überwachungs- und Steuerungsfunktion übernimmt, erspart er den übrigen Anteilseignern (Kleinaktionären) jene Kosten, die sich aus der Überwindung des Informationsvorsprungs des Managements gegenüber den Eignern und der daraus resultierenden notwendigen Kontrolle des Managements ergeben.<sup>103</sup>

Großaktionäre sind im internationalen Vergleich ein weit verbreitetes Phänomen, weil Familienunternehmen zur Finanzierung der Expansionsphase auf den Kapitalmarkt zurückgegriffen haben. Daher stehen weltweit viele der jetzt großen börsennotierten Unternehmen unter der Kontrolle dominanter Aktionäre aus der Gründungsperiode.<sup>104</sup> *Aminadav – Papaioannou (2020)* zeigen dieses Phänomen anhand einer Stichprobe von 27.000 börsennotierten Unternehmen aus 127 Ländern mit einem ausreichend liquiden lokalen Aktienmarkt. Da die Durchsetzungsfähigkeit eines Großaktionärs in der Hauptversammlung von der Konzentration der verbleibenden Stimmrechte abhängt, berechneten Aminadav und Papaioannou für jedes Unternehmen auch den Shapley-Shubik Index. Dieser Index berücksichtigt das Vorhandensein mehrerer Großaktionäre bzw. das Ausmaß an Streubesitz unter den verbleibenden Stimmrechten. Unter Berücksichtigung des Shapley-Shubik Index ändert sich der Anteil der Unternehmen mit einem dominanten Aktionär kaum.

Zwischen 2004 und 2012 hatte knapp die Hälfte der börsennotierten Unternehmen einen dominanten Aktionär mit 5% bis 20% der Stimmrechte. In jeweils weiteren 16% der Unternehmen hatten entweder Familien oder Privatunternehmen eine kontrollierende Mehrheit. Nur ein Zehntel der Unternehmen stand vollständig in Streubesitz und hatte keinen Großaktionär. 5% der Unternehmen kontrollierte die öffentliche Hand, wobei die Kontrolle eher Großunternehmen betraf, weil damit 14% des Marktwertes repräsentiert wurden. Regional war staatliches Eigentum an börsennotierten Unternehmen in Afrika, Arabien, Russland und China konzentriert, wo mehr als ein Fünftel der börsennotierten Unternehmen staatlich kontrolliert waren. Diese Anteile haben sich nach der Finanzmarktkrise kaum verschoben. *Meggison (2010)* stellt fest, dass privatisierte Staatsunternehmen – außerhalb Kanadas und der USA – in jedem großen Land unter den

---

<sup>102</sup> *Hahn et al. (1999)*.

<sup>103</sup> Das setzt voraus, dass die Interessen des strategischen Eigentümers mit jener der Kleinaktionäre kongruent sind und vom Kernaktionär keine anderen Ziele als die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes verfolgt werden. Sonst tut sich für die Kleinaktionäre *mutatis mutandis* das gleiche *Principal-Agent* Problem auf, diesfalls im Verhältnis Kleinaktionäre vs. Kernaktionär.

<sup>104</sup> *Franks et al. (2012)*.

größten vier börsennotierten Unternehmen zu finden waren, und dass sie oft sogar alle vier Positionen einnahmen. *Bortolotti – Faccio (2009)* untersuchen die Mehrheitsverhältnisse von 141 privatisierten börsennotierten Unternehmen in der OECD. In knapp zwei Drittel der vor 1996 privatisierten Unternehmen behielt der Staat die Mehrheitskontrolle. Die dabei benutzten Instrumente umfassten den direkten mehrheitlichen Aktienbesitz, geschachtelte Beteiligungsstrukturen, die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, oder von Aktien mit unterschiedlicher Stimmrechtsausstattung (*dual class shares, golden shares*). Diese Instrumente erlauben einen Transfer von Anteilsrechten unter Beibehaltung der Kontrollrechte beim Staat.

Die Kontrolltheorie zeigt, dass Großaktionäre durch die aktive Beobachtung der Geschäftsleitung ein öffentliches Gut erzeugen, das Kleinaktionären die Sicherheit einer hohen Qualität der Geschäftsleitung gibt. In dieser Literatur delegieren die Kleinaktionäre ihre Kontrollaktivität an einen Aktionär, dessen Ausgaben für die Unternehmenskontrolle durch die positiven Kurseffekte auf das Aktienpaket ausreichend überwogen werden. Interessante Beispiele für Großaktionäre mit einem Portfolio an großen Beteiligungen öffentlich notierter Unternehmen sind die Investor-Holding der Familie Wallenstein in Schweden und Warren Buffets Berkshire Hathaway AG in den USA, die beide selbst wiederum an der Börse notieren und mit ihrer Reputation für aktive Unternehmenskontrolle Kleinanleger anziehen können. Weitere bekannte Beispiele von Unternehmen mit Familienmitgliedern aus der Gründungszeit im operativen Management sind Novartis, die Familien Porsche und Piech bei Volkswagen sowie die Familie Quandt bei BMW; insgesamt stehen weltweit 16% der börsennotierten Unternehmen unter der Kontrolle von Gründerfamilien.<sup>105</sup>

Dem positiven Effekt verstärkter Unternehmenskontrolle auf die Effizienz des Unternehmens stehen mögliche Kosten des moralischen Risikos gegenüber. Das moralische Risiko besteht in einer aktiven Benachteiligung der Kleinaktionäre durch gezielte Ausschüttungen oder Fringe benefits an Großaktionäre; sie können auch im Aufsichtsrat eine risikominimierende Unternehmensstrategie durchsetzen. *Anderson – Reeb (2003)* zeigen jedoch, dass z. B. Familieneigentum an börsennotierten Unternehmen nicht zu höherer Diversifikation führt, und dass diese Unternehmen auch keine überhöhten Verschuldungsquoten aufweisen. Risikokennziffern für solche Aktien unterscheiden sich nicht von Unternehmen in Streubesitz. Anderson und Reeb schließen daraus, dass die potentiell negativen Folgen des moralischen Risikos für Unternehmen im Familieneigentum für Kleinaktionäre in US-Unternehmen aus dem Standard & Poors 500 Index in der Periode 1993-1996 nicht signifikant war.

Aufgrund der in der internationalen empirischen Literatur beobachteten unterdurchschnittlichen Performance öffentlicher Beteiligungen (siehe Abschnitt 3.5) kann man den positiven Nebeneffekt für Kleinaktionäre nicht unmittelbar auch auf staatliche Großaktionäre übertragen. Ein Aspekt bei dem diese jedoch einen spezifischen Vorteil bieten können, betrifft den im nachfolgenden Abschnitt ausgeführten Zugang zur Außenfinanzierung.

---

<sup>105</sup> *Aminadav – Papaioannou (2020)*.

### 4.3 Implizite staatliche Bestandsgarantien erleichtern den Zugang zur Außenfinanzierung

Für große Unternehmen sind politische Kontakte wertvoll. Die internationale Literatur nennt als mögliche Vorteile z.B. die bevorzugte Behandlung durch staatliche Einrichtungen, Steuererleichterungen, entschärfte regulatorische Vorgaben oder die bevorzugte Zuteilung staatlicher Aufträge. Da Politiker einen Teil der so erzeugten Überschussprofite vom Unternehmen wieder einfordern (*Shleifer – Vishny, 1994*), ist die entscheidende Frage für eine potentielle Steigerung des Unternehmenswert durch politische Aktivitäten der Geschäftsleitung oder der Investoren, ob der Grenznutzen der politischen Verbindung die Grenzkosten übersteigt.<sup>106</sup>

Eine mögliche Bevorzugung von Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Investor kann über den erleichterten Zugang zu Krediten erfolgen. Während die politisch gelenkte Vergabe von Krediten in Entwicklungsländern stark ausgeprägt sein kann,<sup>107</sup> spielt dieser Eingriff in entwickelten Ländern mit einer rigoroseren Beschränkung möglicher politischer Konflikte keine große Rolle. Trotzdem haben Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer ein höheres Verschuldungsniveau als private Unternehmen.<sup>108</sup> *Boubakri – Saffar (2019)* begründen die höhere Verschuldung mit einer impliziten Bestandsgarantie des Unternehmens durch den Staat. *DeWenter - Malatesta (2001)* führen die höhere Verschuldung hingegen auf die mangelnde Möglichkeit zur Emission von Aktien zurück. Bei einer Kapitalerhöhung müsste der Staat ebenfalls dem Unternehmen frische Mittel zuführen, weil es sonst zu einer Verwässerung der Stimmrechte käme. Die Zuführung zusätzlicher staatlicher Mittel wird aber oft durch knappe öffentliche Budgets und langwierige politische Entscheidungswege behindert.

*Knyazeva et al. (2009)* betonen hingegen die Rolle von Privatisierungen für die Entwicklung der Verschuldungsquote. Sie setzen an der bereits erwähnten Strategie an, dass die öffentliche Hand eher Teilprivatisierungen durchführt und daher Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer meistens im Rahmen einer Privatisierung an die Börse kommen. Nach der Privatisierung steigt im Durchschnitt das Investitionsvolumen der betroffenen Unternehmen stark an, und dadurch nimmt ihr Finanzierungsbedarf zu; das gilt vor allem für kapitalintensive Unternehmen. *Knyazeva et al. (2009)* analysieren die Entwicklung privatisierter Telekommunikationsunternehmen vor und nach einer Privatisierung. In der Ausgangslage ist der Verschuldungsgrad niedrig, weil der öffentliche Sektor in vielen Ländern eine niedrige Verschuldungskapazität hat, aber auch weil der politische Widerstand gegen eine Finanzierung aus staatlichen Mitteln oft groß ist. Unter diesen Umständen erweitert die Privatisierung die Außenfinanzierungsmöglichkeiten. Da kurz nach der Privatisierung die asymmetrische Information zwischen Geschäftsleitung und Investoren besonders groß ist, erfolgt die Außenfinanzierung tendenziell durch eine Kreditaufnahme.

---

<sup>106</sup> *Faccio (2006)*.

<sup>107</sup> *Khwaja – Mian (2005)*.

<sup>108</sup> *Boubakri – Saffar (2019)*.

Die implizite Bestandsgarantie hat nicht nur einen Einfluss auf das Ausmaß der Fremdkapitalnutzung, sondern auch auf die damit verbundenen Finanzierungskosten. *Borisova – Megginson* (2011) untersuchen diese Wirkung anhand des Vergleichs der Rendite auf Anleihen von teil- und vollprivatisierten Unternehmen.

Sie finden dabei niedrigere Finanzierungskosten für teilverstaatlichte Unternehmen mit einem hohen Staatsanteil relativ zu teilverstaatlichten Unternehmen mit einem niedrigen Staatsanteil.<sup>109</sup> Niedrige Fremdfinanzierungskosten treten auch bei Unternehmen auf, in denen der Staat über eine Goldene Aktie seine Stimmrechte überproportional ausgeweitet hat. Hohe Staatsanteile oder Goldene Aktien signalisieren offensichtlich ein großes politisches Interesse am Fortbestand eines Unternehmens und geben der impliziten Bestandsgarantie mehr Gewicht. Der Vorteil dieser mit einer impliziten Garantie emittierten Anleihe überwiegt in der Stichprobe aber nicht den potentiellen Effizienzvorteil aus der vollständigen Privatisierung. Für Unternehmen mit mittelgroßem Staatsanteil entsteht daher ein Kostennachteil, der noch durch die Unsicherheit über die tatsächlichen Interessen des Staates am Unternehmen und potentielle Konflikte zwischen Neuaktionären (denen Anreize für eine Investition gegeben werden müssen) und den Anleihezeichnern verstärkt wird.

Die Wirkung der impliziten Bestandsgarantie auf die Finanzierungskosten steigt während einer Finanzmarktkrise dramatisch an, weil dann der Zugang zu Außenfinanzierung schwierig ist. *Borisova et al.* (2015) untersuchen ebenfalls Renditeunterschiede zwischen Unternehmensanleihen aus 43 Staaten. Sie finden im Gegensatz zu *Borisova – Megginson* (2011) einen positiven Zusammenhang zwischen den Fremdfinanzierungskosten und dem Staatsanteil an einem Unternehmen. Während der Finanzmarktkrise drehte sich diese Beziehung jedoch um, sodass ein höherer Staatsanteil mit geringeren Renditeaufschlägen verbunden war. *Beuselinck et al.* (2017) können in einer Stichprobe von Unternehmen aus der EU 28 nachweisen, dass während der Finanzmarktkrise der Kursverlust für Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer geringer war als für Privatunternehmen. Die Autoren betonen, dass ihr Ergebnis von jenen Unternehmen getragen wurde, die aus Ländern mit niedriger Korruption und hohem Investorenschutz stammen.

#### **4.4 Blockade feindlicher Übernahmen mindert Marktwert des Unternehmens**

Großaktionäre bieten einen effektiven Schutz gegen feindliche Übernahmeveruche. Feindliche Übernahmen erfolgen aus zwei Gründen. Erstens kann für die Investoren ein Nutzen aus dem Tausch der Geschäftsleitung bestehen. In diesem Fall sind von der neuen Geschäftsleitung frische Ideen, höhere Effizienz oder einfach die Aufgabe nachteiliger Unternehmensstrategien zu erwarten. Zweitens erzeugt – bei schlechter Performance des Unternehmens – die

---

<sup>109</sup> In der Stichprobe aus den Jahren 2001 bis 2009 sinkt die Anleihenrendite durchschnittlich um 0,75 Basispunkte, wenn der Staatsanteil am Unternehmen um 1 Prozentpunkt höher war, d. h. höhere Staatsanteile gehen mit sinkenden Fremdfinanzierungskosten einher. Diese negative Beziehung war aber nur für teilprivatisierte Unternehmen nachweisbar, weil vollprivatisierte Unternehmen allgemein niedrigere Finanzierungskosten hatten.

Möglichkeit einer feindlichen Übernahme Druck auf die bestehende Geschäftsleitung. Investoren erzielen aus beiden Ursachen einen Nutzen aus der Übernahmemöglichkeit und haben daher Anreize zur Einrichtung übernahmefreundlicher Bestimmungen in der Satzung des Unternehmens.<sup>110</sup> *Bortolotti – Faccio (2009)* zeigen, dass bei Privatisierungen innerhalb der OECD die Kontrollrechte über die Unternehmen in der Regel unterproportional zu den Unternehmensanteilen abgegeben wurden. Das erfolgte entweder über Pyramidengesellschaften, durch geringere Stimmrechte der privatisierten Anteile (*dual class shares*) oder durch die Einführung einer Goldenen Aktie mit überproportionalen Stimmrechten. Dadurch können staatliche Kontrollrechte – selbst nach einer umfangreichen Teilprivatisierung – abgesichert werden. Diese Strategie führt dazu, dass die Eigenkapitalkosten privatisierter Unternehmen mit der Größe des Staatsanteils steigen,<sup>111</sup> wobei dieser Effekt in einer internationalen Stichprobe mit 236 privatisierten Unternehmen kleiner ausfällt, wenn das Unternehmen aus einem Land mit einem höher entwickelten Finanzmarkt stammt. Den gegenteiligen Effekt hat Staatseigentum auf die Fremdkapitalkosten.<sup>112</sup> Da staatliche Eigentümer selten Interesse an einem Rückzug aus dem Unternehmen haben, verhindern sie mit dieser Vorgabe Übernahmeaktivitäten, die für Kleinaktionäre eine Chance auf Kursgewinne mit sich bringen.

#### 4.5 Staatliche Beteiligungen und radikale Innovationen

Eine bisher wenig beachteter Aspekt der Rolle des Staates als langfristiger Investor ist die Finanzierung von Innovationen mit hohem Anteil an Grundlagenforschung, die einerseits einen hohen gesellschaftlichen Mehrwert versprechen, andererseits aber nur mit großer Unsicherheit und über lange Zeiträume hinweg kommerziell realisierbar sind. Solche Fälle werden i.d.R. radikale Innovationen zur Umsetzung großer, langfristig ausgerichteter gesellschaftliche „Missionen“ betreffen,<sup>113</sup> wie z.B. die Substitution fossiler Energieträger durch Wasserstoff. Wenn traditionelle Förderinstrumente wie Subventionen und steuerliche Begünstigungen zu wenig Anreize bieten, um dafür genügend privates Kapital zu mobilisieren, können öffentliche Beteiligungen ein Mittel sein, um bestehende Finanzierungslücken zu schließen und die Finanzierungsbedingungen insbesondere durch Kredite oder Unternehmensanleihen zu verbessern.

Mit einer Grundgesamtheit von mehr als 4.200 europäischen, an öffentlichen Börsen gelisteten Unternehmen, davon knapp 1.300 mit öffentlichen Beteiligungen, bieten *Bertolotti et al. (2019)* eine der wenigen empirischen Untersuchungen zu dieser Frage. Für den Beobachtungszeitraum von 2000 bis 2009 zeigen sie, dass die Unternehmen mit staatlichen Beteiligungen im Durchschnitt nicht nur größer und profitabler sind, als die Kontrollgruppe ohne öffentliches Eigentum, sondern auch deutlich mehr in Forschung und Entwicklung investieren. Diesen positiven F&E-Effekt beobachteten sie aber nur für Unternehmen mit einer öffentlichen

---

<sup>110</sup> *Tirole (2006)*.

<sup>111</sup> *Ben-Nasr et al. (2012)*.

<sup>112</sup> *Borisova – Megginson (2011)*.

<sup>113</sup> *Mazzucato et al. (2020)*.

Minderheitsbeteiligung, nicht jedoch bei staatlichen Mehrheitseigentümern. Das erste Ergebnis erklären sie mit den verbesserten Finanzierungsbedingungen („implicit debt guarantees“), während sie das zweite Resultat als Indiz dafür werten, dass bei staatlichen Mehrheitseigentümern kurzfristigere politische Ziele mehr Investitionen in Projekte mit früher sichtbaren Erfolgen lenken. Trotz der im Durchschnitt größeren Aufwendungen für F&E unterscheiden sich die Unternehmen mit und ohne staatlichem Eigentum allerdings nicht in der Anzahl der Patente, was einerseits auf eine geringere Produktivität in der Forschung oder aber auf einen größeren Anteil der Grundlagenforschung hinweisen könnte. Schließlich berichten *Bertolotti et al.* (2019), dass die Ankündigung neuer Patente nur bei den Unternehmen ohne staatliche Beteiligung einen signifikanten Anstieg der Unternehmensbewertung an den Börsen auslöst. Den fehlenden kommerziellen Mehrwert der Patente von Unternehmen mit staatlicher Beteiligung werten sie als Indiz dafür, dass diese tatsächlich v.a. die Grundlagenforschung betreffen.

#### 4.6 Gesellschaftsrechtliche Aspekte des strategischen Eigentums

Um die wichtigsten bzw. strategischen Unternehmensentscheidungen beeinflussen zu können, ist es nicht notwendig, dass ein Ankeraktionär über die gesamten Unternehmensanteile verfügt, nicht einmal die Mehrheit der Unternehmensanteile (50% + 1 Aktie) ist dafür erforderlich. Mit der gesellschaftsrechtlichen Sperrminorität (25% + 1 Aktie) können zentrale Entscheidungen, für deren Beschluss mehr als drei Viertel des Gesellschaftskapitals erforderlich sind, blockiert werden. Aus dem Erfordernis der Dreiviertelmehrheit ergeben sich die "negativen Minderheitsrechte". Beispielhaft seien diesbezüglich aus dem Aktiengesetz<sup>114</sup> genannt: Abberufung eines Aufsichtsrates (§ 87), Satzungsänderung (§ 146), Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (§§ 149, 153, 160, 169, 174, 175) sowie Auflösung der Gesellschaft (§ 203), deren Fortsetzung (§ 215) und Umwandlung (§ 239). Darüber hinaus wird strategischen Eigentümern in der Praxis häufig von der Satzung das Recht zur Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern (§ 88) eingeräumt. Über diese entsandten Aufsichtsratsmitglieder kann maßgeblicher Einfluss auf die Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern (§ 75) und damit auf die operative und strategische Unternehmensführung ausgeübt werden.

Um ein Unternehmen grundsätzlich strategisch beeinflussen zu können, ist es somit nicht zwingend erforderlich, dass ein Investor mehr als 25% der Anteile hält. Solange der strategische Investor unter der gesellschaftsrechtlichen Mehrheit der Anteile (50% + 1 Aktie) bleibt, verbessert eine über die Sperrminorität hinausgehende Beteiligung seine *gesellschaftsrechtliche* Position nicht (wesentlich), sehr wohl erhöht sich aber natürlich seine *faktische* Bedeutung.

---

<sup>114</sup> Da die Zuständigkeiten der Gesellschafterversammlung bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung weitaus umfangreicher ausgestaltet sind als bei Aktiengesellschaften, kann der Sperrminorität bei GmbHs eine noch größere Bedeutung zukommen.

#### 4.7 Grenzen des Einflusses von Ankeraktionären

Wie oben dargestellt ergeben sich aus den "negativen Minderheitsrechten" gewisse, durchaus weitreichende strategische Gestaltungsmöglichkeiten für über die Sperrminorität verfügende strategische Investoren. Im Verhältnis zu einem Mehrheitsaktionär sind aber auch einem Ankeraktionär mit Sperrminorität deutliche Grenzen gesetzt.

Solange der (statutarische) Unternehmensgegenstand nicht verändert und der Sitz der Hauptverwaltung der Gesellschaft nicht verlagert wird, kann ein solcher Ankeraktionär z. B. nicht verhindern, dass

- Teile des Unternehmens (ins Ausland) verlagert werden;
- Betriebsstätten (im Inland) geschlossen werden;
- neue Betriebsstätten (statt im Inland im Ausland) errichtet werden.

Allerdings sind für solche Standortentscheidungen letztendlich die Marktkräfte entscheidend, denen sich auch ein inländischer Mehrheitsaktionär nicht entziehen kann, ohne die Existenz des Unternehmens zu gefährden.

In der Praxis teilprivatisierter öffentlicher Unternehmen bedeutsamer ist die Konstellation, dass ein Kernaktionär vielen Kleinaktionären gegenübersteht. In diesem Fall reichen die "negativen Minderheitenrechte" der öffentlichen Hand aus, um das Allgemeininteresse wahren zu können. Wirksame Kontrolle über ein Unternehmen ist also möglich, auch ohne Mehrheitsaktionär zu sein.<sup>115</sup> In der Praxis können auch Anteile unter der numerischen Sperrminorität ausreichend sein, um entsprechende Macht auszuüben, wenn die Eigentümerstruktur sehr stark streut, d.h. wenigen Aktionären mit vergleichsweise hohen Unternehmensanteile viele Kleinaktionäre gegenüberstehen. Je nach tatsächlicher Eigentümerstruktur können dann auch schon deutlich weniger als 25% ausreichend sein, um entsprechende Entscheidungen zu blockieren.

#### 4.8 Stiftungen als strategische Eigentümer

In der Praxis wird in Österreich häufig eine Stiftung zur nachhaltigen Absicherung von in Privateigentum stehenden Industrieunternehmen eingesetzt. Das Instrument der Privatstiftung eignet sich aber grundsätzlich nicht nur für "Unternehmersdynastien", sondern auch für andere Stakeholder (insbesondere Beschäftigte), die ein strategisches Interesse am Fortbestand und der Weiterentwicklung eines Unternehmens haben.

Eine diesbezüglich interessante Konstruktion ist die *Voestalpine Arbeitnehmer-Privatstiftung*, die als Verwalterin der Voestalpine Mitarbeiterbeteiligung strategisches Eigentum am Unternehmen mit der Beteiligung der MitarbeiterInnen am Unternehmenserfolg kombiniert. Die Stiftung definiert sich als aktiver Beitrag der Konzernbelegschaft zur Sicherung der (nachhaltigen) Unternehmensentwicklung in Form strategischen Eigentums. Intention ist die "Abwehr einer

---

<sup>115</sup> Grünwald (2002).

unerwünschten Eigentümerstruktur" sowie die Gewährleistung der "Stabilität für zukünftige Entwicklung durch den Aufbau stabiler Aktionärsstrukturen."<sup>116</sup>

Als stabiler Ankeraktionär unterstützt sie eine langfristige, nachhaltige Entwicklung des Konzerns. Darüber hinaus erschwert sie eine eventuelle feindliche Übernahme, da sie mit dem fast 15%igen Stimmrechtsanteil ein etwaiges Squeeze-out verhindern kann. Die Stiftung, in der die Mitarbeiteraktien und damit die Stimmrechte gebündelt sind, verfügt über zwei bedeutende Möglichkeiten der Mitbestimmung: Über einen Sitz in der Hauptversammlung und ein Mandat im Aufsichtsrat (als Kapitalvertreter!)<sup>117</sup> der voestalpine.

Die voestalpine-Mitarbeiterbeteiligung umfasst zum Stichtag 31. März 2020 die rund 22.800 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter aller 52 Gesellschaften des voestalpine-Konzerns in Österreich und rund 2.500 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter aus 97 Gesellschaften in 11 weiteren europäischen Ländern. Für diese werden insgesamt rund 23 Mio. Stück Aktien in einer Stiftung gebündelt verwaltet. Dies entspricht einem Stimmrechtsanteil von 12,9 %. Darüber hinaus halten ehemalige und aktive MitarbeiterInnen der voestalpine rund 3,3 Mio. Stück „Privataktien“ (entspricht 1,9 % der stimmberechtigten Aktien), deren Stimmrechte ebenfalls von der Stiftung ausgeübt werden. So vertritt die voestalpine Mitarbeiterbeteiligung Privatstiftung insgesamt 14,8 % der Stimmrechte der voestalpine AG und ist damit sowohl nach Stimmprozenten als auch gemessen am Aktienwert die größte Mitarbeiterbeteiligung in Österreich.<sup>118</sup>

Sowohl von der Unternehmensleitung als auch von der Belegschaft und ihrer Vertreter wird die Voestalpine Arbeitnehmer Privatstiftung als "Erfolgsmodell" gesehen, da das Ziel "Strategisches Eigentum in der Hand aller MitarbeiterInnen" erreicht wurde.<sup>119</sup> Auf europäischer Ebene wird das Modell der Stimmrechts-Bündelung bei individuellem Aktienbesitz wie es bei der Voestalpine praktiziert wird als beispielgebend und nachahmenswert gesehen.<sup>120</sup> In diesem Sinne könnten Mitarbeiterbeteiligungen in Form von Stiftungen auch bei (noch) im öffentlichen Eigentum befindlichen Unternehmen die Hemmschwelle für mögliche Privatisierungen senken, da über die Belegschaft strategisches privates Eigentum die Staatsbeteiligung ersetzen oder ergänzen könnte.

---

<sup>116</sup> Stelzer (2010).

<sup>117</sup> Dieser Aufsichtsratssitz ist unabhängig von der arbeitsverfassungsrechtlich geregelten Vertretung der Belegschaft im Aufsichtsrat von Aktiengesellschaften: Der (Zentral-)Betriebsrat entsendet aus dem Kreise der Betriebsratsmitglieder für je zwei nach dem Aktiengesetz oder der Satzung bestellte Aufsichtsratsmitglieder einen Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsrat (§ 110 ArbVG). Details regelt die Verordnung über die Entsendung von Arbeitnehmervertretern in den Aufsichtsrat (AufsichtsratsVO).

<sup>118</sup> <https://www.voestalpine.com/group/de/konzern/mitarbeiterbeteiligung/>

<sup>119</sup> Stelzer (2010).

<sup>120</sup> Kattinger (2011).

#### 4.9 Strategisches Eigentum der öffentlichen Hand

Obwohl sich die meisten ökonomischen Studien für eine rein privatwirtschaftliche Eigentümerschaft aussprechen, kann unter bestimmten Voraussetzungen auch eine "gemischte" privat-öffentliche Eigentümerschaft vorteilhaft sein, wenn sie die Stärken von beiden Eigentumsformen realisiert bzw. deren Nachteile überwindet.<sup>121</sup> Staatliche Ankeraktionäre können deshalb in der Praxis eine attraktive Option sein, um "das Beste beider Welten" zu kombinieren.

Für einen Ankeraktionär hat ein Gesellschaftsanteil in Höhe der Sperrminorität (25% + 1 Aktie) besonderen strategischen Wert. Obwohl die Mehrheit am Unternehmen von privaten Investoren gehalten wird, können wesentliche strategische Entscheidungen nicht ohne Zustimmung des staatlichen Minderheitsaktionärs getroffen werden (siehe oben). Über die Sperrminorität hinausgehende Beteiligungen des Staats bedürfen daher eine besonders stichhaltige Begründung. Umgekehrt können Beteiligungen an Unternehmen seitens der öffentlichen Hand unterhalb der Sperrminorität strategisch sinnvoll sein. Das ist z.B. dann der Fall, wenn es Syndikatsverträge mit anderen Anteilsinhabern gibt, wodurch aber auch die Komplexität der Governance steigt.

Zusammenfassend ist noch einmal zu klären, an welchen Unternehmen der Staat ein "öffentliches Interesse" vernünftigerweise geltend machen kann. Diesbezüglich ist es zweckmäßig zwischen drei Gruppen von Unternehmen zu unterscheiden:<sup>122</sup>

- Die erste Gruppe umfasst Unternehmen der "Daseinsvorsorge", bei denen das öffentliche Interesse in der Gewährleistung der Versorgungssicherheit begründet ist.<sup>123</sup>
- Die zweite Gruppe umfasst Unternehmen, an denen es ein hohes standortpolitisches Interesse gibt, weil deren Produkten und/oder Dienstleistungen eine herausragende strategische Bedeutung für den Fortbestand des Gemeinwesens zukommt.
- In die dritte Gruppe fallen alle anderen Unternehmen, denen keine hinreichend große strategische Bedeutung zukommt. Dabei würde es sich um reine Finanzbeteiligungen ohne strategische Komponente handeln.

Dauerhafte Eigentumsverhältnisse (*sub specie aeternitatis*) mit einer nachhaltigen („ewigen“) Beteiligung der öffentlichen Hand als strategischem Ankeraktionär können bloß für Unternehmen der Daseinsvorsorge begründet werden, da das diesbezügliche Interesse über die Zeit nicht schwinden wird.

Für die zweite Gruppe der Unternehmen, denen eine hohe standortpolitische Bedeutung zugebilligt wird, können öffentliche Beteiligungen Sinn machen, solange sich die strategische Einschätzung nicht ändert. Wenn man den Einstieg der öffentlichen Hand als Ankeraktionär bei privaten Unternehmen aus öffentlichem Interesse befürwortet, darf man konsequenterweise

---

<sup>121</sup> Schmitz (2000).

<sup>122</sup> Grünwald (2002).

<sup>123</sup> Ein besonders starkes öffentliches Interesse besteht an den natürlichen Monopolen (Netzinfrastrukturen), die in den Bereichen der Daseinsvorsorge vorliegen.

auch den Ausstieg des Staats nicht ablehnen, wenn das öffentliche Interesse nicht mehr gegeben ist.

Gemäß dieser Abgrenzung liegt bei der dritten Gruppe von Unternehmen kein öffentliches Interesse vor. Für diese Unternehmen können private strategische Investoren standortpolitisch wünschenswert sein. Im Vergleich zu staatlichen Kernaktionären fehlt diesen aber die "letztgültige Stabilität", da privates Eigentum nur selten die gleiche Dauerhaftigkeit aufweist und von den Unabwägbarkeiten des Marktes abhängt.

## 5. Zusammenfassende wirtschaftspolitische Wertung

Im Zuge großer Veränderungen der ökonomischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen hat sich auch die Rolle des Staates als Eigentümer von Unternehmen und langfristiger Investor gewandelt. Die vorliegende Studie bietet eine aktuelle Bestandsaufnahme, sowohl der grundsätzlichen theoretischen Überlegungen, der internationalen empirischen Evidenz, als auch rezenter globaler Entwicklungen.

### Globalisierung

Die Globalisierung hat (etwas überraschend) zur Folge, dass sich trotz der großen Privatisierungswellen in der Vergangenheit das öffentliche Eigentum an Unternehmen weltweit keineswegs im Rückzug befindet. So befanden sich Ende 2017 von den 10 Tausend größten börsennotierten Unternehmen rund 14% in der öffentlichen Hand. Führend ist dabei China mit einem öffentlichen Anteil (an den im Land erstnotierten Unternehmen) von 38%, gefolgt von den Schwellenländern (28%) als auch hochentwickelten Nationen in Asien (23%). Österreich liegt mit einem öffentlichen Anteil von rund 16% ebenfalls im vorderen Mittelfeld. Die vergleichbaren Werte für Europa und die USA betragen 9% bzw. 3%.

### Unternehmensfinanzierung

In der Unternehmensfinanzierung kommt generell der *Innenfinanzierung* durch den selbsterwirtschafteten Cashflow und damit der eigenen Ertragsleistung die größte Bedeutung zu. Die *Außenfinanzierung* und damit der Entwicklungsstand der Kapitalmärkte haben aber einen wesentlichen Einfluss z. B. auf die Gründung neuer Unternehmen, Investitionen und die Effizienz der Kapitalallokation. Betrachtet man die Außenfinanzierung laufender Transaktionen (von nichtfinanziellen Unternehmen), so überwiegen die Kredite deutlich gegenüber der Ausgabe von Anteilsrechten.<sup>124</sup> Berücksichtigt man hingegen die unterschiedliche Fristigkeit der Finanzierungen, dann entfielen vom gesamten Bestand an Verbindlichkeiten im Jahr 2018 in der EU 28,0% auf Kredite, weitere 3,7% auf Schuldverschreibungen und 54,6% auf Anteilsrechte. In Österreich

---

<sup>124</sup> Die Anteilsrechte betreffen auch Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften, deren Anteile nicht an der Börse gehandelt werden.

ist der Anteil der Kredite mit 37,1% höher und jener der Anteilsrechte mit 48,5% geringer als im europäischen Durchschnitt. Die in Österreich geringere Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung zeigt sich auch an der niedrigen Börsenkapitalisierung von rund 26% des BIP (2018) bei einer mittelhohen Quote der Kreditfinanzierung im Ausmaß von 91% des BIP (2019).<sup>125</sup> Dazu kommt eine bescheidene Kapitalaufbringung sowohl durch *Initial* als auch *Secondary Public Offerings* (IPOs, SPOs). Kapitalerhöhungen werden zwar öfter genutzt, aktivieren aber relativ geringe Volumen an Eigenkapital. Insgesamt ist der Entwicklungsstand des österreichischen Finanzmarkts mittelhoch, während die Dominanz der Kreditfinanzierung tendenziell bestimmte Arten von Geschäftsmodellen (z. B. Expansionsfinanzierung bei geringen tangiblen Vermögenswerten) benachteiligt.

### Öffentliche Beteiligungen

Staatliche Beteiligungen können unter bestimmten Voraussetzungen und in ausgewählten Fällen ein Instrument zur Stärkung der Eigenkapitalbasis privater Unternehmen sein. Eine notwendige Voraussetzung ist aber die Lösung von Steuerungs- und Kontrollproblemen im Unternehmen, die dadurch entstehen, dass das Management einen Informationsvorsprung gegenüber den Eigentümern zum eigenen Vorteil nutzen kann. Die Folgen der *asymmetrischen Information* können von teuren Fehlentscheidungen des Managements, über zusätzliche Ausgaben für das Monitoring der Unternehmen, bis hin zum Scheitern der Finanzierung von an sich „guten“ Projekten führen. Bei vollkommener Information würde der Wettbewerb auf den Produkt- und Kapitalmärkten das Management hinreichend disziplinieren. In der Realität unvollkommener Märkte bedarf es zusätzlich einer effektiven *Corporate Governance*. Die Kernfrage ist also, ob der Staat diese auf ähnliche Weise leisten kann wie private Eigentümer.

In Österreich spricht die historische Erfahrung der Verstaatlichten Industrie gegen eine optimistische Einschätzung dieser Frage. Der großen Bedeutung für den wirtschaftlichen Wiederaufbau sowie den später aus den Privatisierungen hervorgegangenen und international erfolgreich tätigen Unternehmen stehen gravierende Steuerungs- und Kontrollprobleme während der Zeit der Verstaatlichung gegenüber. Diese haben letztlich zu sehr hohen gesellschaftlichen Kosten und Belastungen für die öffentlichen Haushalte geführt.

Die österreichische Erfahrung ist aber kein Einzelfall. Auch die ökonomische Theorie und die internationale empirische Literatur zeigen, dass Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer i. d. R. weniger effizient geführt sind, als Unternehmen mit einem dominanten privaten Eigentümer. Theoretische Erklärungen heben z. B. hervor, dass staatliche Eigentümervertreter weniger Interesse (bzw. monetäre Anreize) an der Durchführung kostensenkender Maßnahmen haben. Diese werden daher weniger konsequent umgesetzt. Zusätzlich sind oftmals in Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer die strategischen Ziele

---

<sup>125</sup> Zum Vergleich: In Deutschland beträgt die Börsenkapitalisierung 44% des BIP (2018) und die Kreditquote 59% (2019).

schlechter formuliert, was zur Folge hat, dass Innovationspotentiale ungenutzt bleiben. Diese theoretischen Ergebnisse werden durch eine Vielzahl empirischer Untersuchungen bestätigt.

Vor diesem Hintergrund überrascht die wachsende Bedeutung sogenannter Staatsfonds (*Sovereign Wealth Funds*). Diese lassen sich nicht mehr durch konventionelle Theorien des Marktversagens oder der Daseinsvorsorge erklären. Vielmehr geben sie z. B. als Stabilisierungs-, Reserve-, Spar- oder Entwicklungsfonds unterschiedliche strategische Antworten auf konkrete gesellschaftliche Herausforderungen. Zu diesen gehört z. B. die Begrenztheit der natürlichen Rohstoffvorkommen eines Landes, die demographische Alterung der Gesellschaft oder die Umsetzung geld- und industriepolitischer Ziele. In Österreich bestehen weder die Voraussetzungen noch der Bedarf für einem Staatsfonds i. S. der üblichen Definitionen. Dennoch haben diese dazu beigetragen, dass sich international das Grundverständnis über die Aufgaben, die Rolle und das Management öffentlicher Unternehmensbeteiligungen gewandelt hat.

### Governance

Eine wichtige Aufgabe erfahrener Großaktionäre ist die *Governance* von Kapitalgesellschaften. Große Kapitalgesellschaften, die sich in reinem Streubesitz befinden, sind besonders stark vom Problem des „moralischen Risikos“ betroffen, bei dem die Geschäftsführung aufgrund unzureichender Steuerung und Kontrolle durch die Eigentümer für das Unternehmen keine gewinnmaximierende Strategie verfolgt. Während für Kleinaktionäre die Koordination zur Bestellung geeigneter Aufsichtsräte schwierig ist, hat eine erfahrene staatliche Beteiligungsgesellschaft bessere Möglichkeiten durch die Wahl guter und qualifizierter Aufsichtsräte eine geeignete Governance-Struktur im Unternehmen einzurichten. Gleichzeitig zeigt die empirische Literatur aber auch, dass Unternehmen mit einem dominanten staatlichen Eigentümer vergleichsweise niedrigere Performancekennzahlen aufweisen, als Unternehmen mit einem dominanten privaten Eigentümer. Die Rolle eines öffentlichen Großaktionärs ist daher substitutiv zu sehen und nur dann von Vorteil, wenn dem Unternehmen private Ankeraktionäre fehlen.

Die wichtigste Schlussfolgerung aus den internationalen Beispielen lautet, dass sich staatliche Beteiligungsgesellschaften konsequent aus dem operativen Management der Beteiligungsunternehmen zurückziehen und sich auf die Nominierung gut qualifizierter Aufsichtsräte bzw. Vorstände konzentrieren. Beide in dieser Studie näher untersuchten staatlichen Beteiligungsgesellschaften verfolgen diese Strategie bzgl. der Boards ihrer Unternehmen im Portfolio. *Solidium* in Finnland versucht die asymmetrische Informationslage zwischen Geschäftsführung und Eigentümer zusätzlich durch die Festlegung einer speziellen Peer-Gruppe für jedes Beteiligungsunternehmen zu vermindern. Die in Singapur ansässige *Temasek* führt laufend einen Vergleich mit entsprechenden Marktindizes durch. Die ständige Gegenüberstellung mit der Peer-Gruppe bzw. dem Marktindex signalisiert rasch einen etwaigen Handlungsbedarf in Bezug auf die Geschäftsleitung der Beteiligungsunternehmen.

### Öffentliche Ankeraktionäre

Ein großes Aktienpaket macht aber aus einem Investor noch keinen strategischen Eigentümer. Neben das bloße Verwalten oder Privatisieren von Anteilen an ehemals verstaatlichten Unternehmen tritt zunehmend die Forderung nach einem aktiven Beteiligungsmanagement zur Umsetzung standortpolitischer Ziele. Dafür kann es unterschiedliche Beweggründe geben.

Unter den oben genannten Voraussetzungen einer effizienten und wirksamen Corporate Governance kann *strategisches* staatliches Eigentum an „gewöhnlichen“ Unternehmen (d. h. außerhalb der Daseinsvorsorge) durch einen unterentwickelten Kapitalmarkt begründet sein. Dieses Argument galt bereits in der Nachkriegszeit für die Verstaatlichung der wichtigsten Industrieunternehmen in Österreich. In standort- bzw. industriepolitisch hinreichend begründeten Ausnahmefällen hat es auch heute noch Relevanz, wenn am österreichischen Kapitalmarkt weder die Wiener Börse noch österreichische Private Equity und Venture Capital Fonds ausreichend Expansionskapital zur Verfügung stellen.

Konkrete Anlässe für eine industriepolitische Intervention mithilfe öffentlicher Beteiligungen als „Ankeraktionär“ können z. B. die Absicherung von Unternehmenszentralen (*Headquarter*) in Österreich sein, wenn diesen gesamtwirtschaftlich eine besondere strategische Bedeutung zukommt. Diese liegt etwa dann vor, wenn ein besonderer Wissensvorsprung (z. B. in der Hochtechnologie), kritische Funktionen in der Logistik (z. B. Drehkreuzfunktionen im Flugverkehr) oder generell positive externe Effekte für die Standortentscheidung anderer Unternehmen (z. B. spezialisierte Dienstleistungen für Unternehmenszentralen) betroffen sind.

Auch die Übergabe mittelgroßer und großer heimischer nicht-börsennotierter Familienunternehmen erfolgt i. d. R. nicht über den Kapitalmarkt. Es besteht daher ein Risiko, dass österreichische Unternehmen mit hohem Entwicklungspotential von internationalen Konzernen aufgekauft werden, bevor sich ein privater Kerneigentümer findet, der das fehlende Eigenkapital über die Wiener Börse aufbringt. Ein öffentlicher Ankeraktionär könnte z. B. (bei entsprechendem Bedarf und zeitlich befristet) die Kapitalbasis heimischer Bieterkonsortien vorübergehend stärken und diesen damit zusätzliche Zeit für das Einwerben weiterer Beteiligungen bzw. die Vorbereitung eines Börsengangs verschaffen.

Aus den oben genannten Perspektiven hat sich auch die Zielvorstellung über das Ausmaß einer staatlichen Beteiligung an Unternehmen verschoben. In der Nachkriegszeit wurde meist vollständiges staatliches Eigentum an den Unternehmen angestrebt. In den 1990er Jahren hat sich dann der Zielwert meist auf eine Mindestbeteiligung beschränkt, um politisch unerwünschte Entscheidungen im Aufsichtsrat zuverlässig abwehren zu können. Das entspricht im österreichischen Aktienrecht einer Beteiligung von 25% plus einer Stimme. Mitunter sinkt der Zielwert z. B. auf 10% der Unternehmensanteile (bei Syndizierung mit anderen Eigentümern auch darunter), weil einerseits der staatliche Eingriff in die Entscheidungen der Geschäftsführung als effizienzmindernd angesehen wird, aber andererseits der Staat als Ankeraktionär einen Schutz vor feindlichen Übernahmen mit einer nachfolgenden Löschung vom Kurszettel der Börse (*Delisting*) bieten kann. Die staatliche Minderheitsbeteiligung im Ausmaß von 10% verhindert auch nach österreichischem Aktienrecht effektiv den Rückzug von der Börse und die Abfindung der verbleibenden Aktionäre (*Squeeze out*).

## Krisenkapital

Die COVID-19 Pandemie hat in vielen Unternehmen nicht nur einen Liquiditätsengpass erzeugt, sondern auch das vorhandene Eigenkapital substantiell belastet. Der deutsche Sachverständigenrat hat für solche Unternehmen eine staatliche Beteiligung als eine potentielle Lösung vorgeschlagen, die den Weiterbestand für jene Unternehmen sichert, an denen die öffentliche Hand ein Interesse hat. Ein solches Krisenkapital kann eine sinnvolle Alternative zu reinen Förderungen ohne öffentlichen Eigentumserwerb sein, weil dadurch sichergestellt wird, dass es von den betroffenen Unternehmen nur im Notfall in Anspruch genommen wird.<sup>126</sup> Zusätzlich haben Unternehmen mit staatlichem Kerneigentum in Krisenzeiten einen leichteren Zugang zum Anleihemarkt und können sich dort auch kostengünstiger verschulden.

Die Stadt Wien stellt mit der *Stolz auf Wien* Beteiligungs-GmbH seit kurzem solches Krisenkapital für Wiener Unternehmen zur Verfügung.<sup>127</sup> Die dabei festgelegten niedrigen Grenzwerte von 20% für die öffentliche Beteiligung haben zwei Vorteile: Sie begrenzen im Insolvenzfall den Verlust für die öffentliche Hand, und sie erhalten für die ursprünglichen Eigentümer des Unternehmens den überwiegenden Anteil am potentiellen Unternehmenserfolg der Sanierungsbemühungen. Das unternehmerische Interesse bleibt trotz staatlicher Beteiligung weitgehend aufrecht; vor allem wenn die Bereitstellung von Krisenkapital nur temporär in Aussicht gestellt wird. In diesem Fall profitiert die öffentliche Hand nach erfolgreicher Überwindung der Krise von den Veräußerungserlösen der Beteiligung.

## Fazit

Die staatliche Beteiligung an einem Unternehmen ist nur eines von vielen wirtschaftspolitischen Instrumenten. Als besonders starke Form der öffentlichen Intervention sollte sie in einer hochentwickelten Marktwirtschaft immer die Ausnahmen sein, die einer besonders sorgfältigen Prüfung der Beweggründe sowie der verfügbaren empirischen Evidenz bedarf. Die Bestimmung der konkreten Trennlinie erweist sich dabei in der Praxis oft als schwierig. So hat z. B. der technologische Wandel die traditionelle Begründung „natürlicher Monopole“ verändert und neue Formen der Konkurrenz ermöglicht, während die Globalisierung internationalen Staatsfonds neue Wege zur Veranlagung, Diversifizierung und zum strategischen Einsatz überschüssiger Reserven eröffnet hat.

Die Rolle des Staates als langfristiger Investor erfordert daher eine differenziertere Betrachtung als es der einfachen Dichotomie zwischen Verstaatlichung auf der einen Seite und Privatisierung auf der anderen Seite entsprechen würde. Denn die internationale Entwicklung zeigt, dass sich sowohl das Grundverständnis als auch die Aufgaben öffentlicher Unternehmensbeteiligungen in den vergangenen Jahrzehnten gewandelt haben. Insbesondere Ansätze für ein aktives Beteiligungsmanagement zur Umsetzung standortpolitischer Ziele markieren die Abkehr von

---

<sup>126</sup> Für alternative, nicht-eigenkapitalbasierte Hilfen in der COVID-19 Krise siehe z.B. den Vorschlag eines „gewinnabhängig rückzahlbaren Zuschusses“ von Hölzl – Schmidt-Dengler (2020).

<sup>127</sup> <https://stolzauf.wien.gv.at/site/>

traditionellen Ansätzen zugunsten einer vermehrt *strategischen Ausrichtung*. Wichtige Eckpfeiler einer *Strategie zur Stärkung der Eigenkapitalbasis* privater Unternehmen durch *öffentliche Ankeraktionäre* sind:

- Die Beschränkung auf gut *begründete Ausnahmefälle* (z.B. Daseinsvorsorge, kritische Infrastruktur oder Absicherung standortpolitisch wichtiger Unternehmenszentralen), wenn und solange am Standort private Ankeraktionäre fehlen.
- Eine wirksame *Corporate Governance*, die politische Einflussnahmen auf operative Prozesse (inkl. Personalentscheidungen) konsequent und glaubhaft unterbindet sowie nachhaltige Wertsteigerungen der öffentlichen Beteiligungen – auch durch den Vergleich mit internationalen Benchmarks – durchsetzt.
- Temporäres *Krisenkapital* für Unternehmen, die an sich wettbewerbsfähig und für den Standort von besonderer Bedeutung sind, wenn für diese ein explizites Ausstiegsszenario (z.B. Börsengang, Übernahme durch private Ankeraktionäre) besteht.

## Literaturhinweise

- Alfaraih, M., Alanezi, F., Almujaed, H., "The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait", *International Business Research*, 2012, 5(10), S. 192-200.
- Al-Hassan A., Brake S., Papaioannou M.G., Skancke M., "Commodity-based Sovereign Wealth Funds: Managing Financial Flows in the Context of the Sovereign Balance Sheet", 2018, IMF Working Paper 13/231, Washington: IMF.
- Allen, F., Carletti, E., Krahen, J. P., Tyrell, M., *Liquidity and Crisis*, Oxford University Press, New York NY, 2011.
- Aminadav, G., Papaioannou, E., "Corporate Control Around the World", *Journal of Finance*, 2020, 75(3), S. 1191-1246.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., "Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage", *The Journal of Law and Economics*, 2003, 46(2), S. 653-684.
- Andres, C., "Family Ownership, Financing Constraints, and Investment Decisions", *Applied Financial Economics*, 2011, 21(22), S. 1641-1659.
- Asquith, P., Mullins, D. W., "Equity issues and offering dilution", *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1-2), S. 61-89.
- Banca D'Italia, I Conti Finanziari dell'Italia, Statistiche Metodi e Fonti: Manuali, Rom, 2018, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-manuali/manuale\\_CF.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-manuali/manuale_CF.pdf?language_id=1).
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint", *Journal of Banking and Finance*, 2006, 30(11), S. 2931–2943.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V., "The determinants of financing obstacles", *Journal of International Money and Finance*, 2006, 25(6), S. 932-952.
- Beck, T., Levine, R., "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter?", *Journal of Financial Economics*, 2002, 64, S. 147–180.
- Bell, L., Correia da Silva, L., Preimans, A., *The Cost of Capital: An International Comparison*, Study by Oxera Consulting Ltd for the City of London, 2006.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N., Cosset, J.-C., "The Political Determinants of the Cost of Equity: Evidence from Newly Privatized Firms", *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(3), S. 605-646.
- Béreau S., Gnabo J.-Y., Kerkour M., Raymond H., *Sovereign Wealth Fund Investment and Industry Performance. Evidence from Europe*, in: Cumming D. et al., *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 474-518.
- Beuselink, C., Cao, L., Deloof, M., Xia, X., "The Value of Government Ownership During the Global Financial Crisis", *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42(C), S. 481-493.
- Böheim, M., *Competition Policy: Ten Lessons Learnt from the Financial Crisis*, *Empirica*, 2011A, 38, S. 315-330, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/42323>.
- Böheim, M., *Die Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik: Privat- versus Staatseigentum an Unternehmen - theoretische Grundlagen*, *WIFO-Monatsberichte*, 2011B, 84(9), S. 593-604, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/42532>.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M. Zagorchev, A., "Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU", *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(11), S. 2917–2934.
- Borisova, G., Megginson, W. L., "Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization", *Review of Financial Studies*, 2011, 24(8), S. 2693–2737.
- Bortolotti B., Fotak V., Wolfe B., *Innovation at State-Owned Enterprises*. BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2018-72, 2019 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3150280> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3150280>)
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W.L. *The Rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, Organization, and Governance*. In: Caselli S., Corbetta G., Vecchi V. (eds) *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development*. New York: Palgrave Macmillan, 2015, S. 295-318.
- Bortolotti, B., Faccio, M., "Government Control of Privatized Firms", *Review of Financial Studies*, 2009, 22(8), S. 2907–2939.
- Boubakri, N., Saffar, W., "State Ownership and Debt Choice: Evidence from Privatization", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54(3), S. 1313-1346.

- Braunstein J., Ali A., New Frontiers in Sovereign Wealth Fund Capitalization, in: Dobrescu P. (Hg.), *Development in Turbulent Times*, Berlin: Springer, 2019.
- Bruce-Clark P., Monk A.H.B., Sovereign Development Funds. The Governance and Management of Strategic Investment Institutions, in: Cumming D. et al., *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 63-86.
- Butschek F., *Österreichische Wirtschaftsgeschichte. Von der Antike bis zur Gegenwart*, Wien: Böhlau, 2011.
- Das U.S., Mazarei A., Stuart A., Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles, in: Das et al., *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers*, Washington: IMF, 2010, S. 59-74.
- De La Cruz, A., Medina A., Tang Y., *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris: OECD, 2019.
- Deutsche Börse Group, *Listing Beauty Contest - A Comparative Cost Analysis of Six Global Exchanges*, Deutsche Börse, Frankfurt, 2007.
- DeWenter, K. L., Malatesta, P. H., "State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity", *American Economic Review*, 2001, 91(1), S. 320-334.
- Diamond, D., "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, 1991, 99(4), S. 689-721.
- Engerer H., *Sovereign Wealth Funds – Finanzierungsquelle für nachhaltige Entwicklung? Vierteljahresshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW*, Heft Nr. 03, 2019, 97-112.
- Faccio, M., "Politically connected firms", *American Economic Review*, 2006, 96(1), S. 369–386.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., Poterba, J. M., "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 1, S. 141-195.
- FORBA, *Zur Zukunft öffentlicher Dienstleistungen. Die Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen und deren Auswirkungen auf Qualität, Beschäftigung und Produktivität*, Wien, 2009.
- Fotak V., Gao X., Megginson W.L., A Financial Force to be Reckoned With? An Overview of Sovereign Wealth Funds, in: Cumming D. et al., *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 16-62.
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., Wagner, H. F., "The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence", *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(6), S. 1675–1712.
- Gertler, M., "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1988, 20(3), S. 559-588.
- Goldeng, E., Grünfeld, L. A., Benito, G. R. G., "The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure", *Journal of Management Studies*, 2008, 45(7), S. 1244-1273.
- Goldmann W., *Die Privatisierung der ÖIAG – eine Erfolgsstory*, *Wirtschaftspolitische Blätter* 6/1996, 631-646.
- Grosman A., Okhmatovskiy I., Wright M., State Control and Corporate Governance in Transition Economies: 25 Years on from 1989, *Corporate Governance: An International Review* 2016, 24 (3), 200-221.
- Grünwald O., Url T., Zellhofer H., Hoskovec H., Schiendl G., Bittner M., *Betriebliche Altersvorsorge in Österreich*, Wien: Wifo, 2003.
- Grünwald, O., "Österreichisches strategisches Eigentum - sinnvoll und möglich?", in: *Zukunftsforum Österreich* (Hrsg.), *Strategisches Eigentum für Österreichs Zukunft*, Wien, 2002, S. 169-190.
- Hahn, F. R., *The Finance-Growth Nexus Revisited. New Evidence from OECD Countries*, WIFO Working Papers, 2002, (176).
- Hahn, F., Palme, G., Pfaffermayr, M., *Bedeutung und Funktion von multinationalen Unternehmenszentralen für den Wirtschaftsstandort Österreich*, Studie des WIFO im Auftrag der Bundesarbeitskammer, Wien, 1999.
- Hözl W., Böheim M., Friesenbichler K., Jud T., *KMU-Börsen in Europa*, Wien, Wifo, 2016.
- Hözl W., Schmidt-Dengler P., *Ein Mechanismus zur Unterstützung von Unternehmen in der COVID-19-Krise*, Research Brief 7/2020, Wien, Wifo, 2020.
- IE CGC – ICEX, *Sovereign Wealth Funds 2019*, Madrid: IE Center for the Governance of Change, 2019.

- International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, Washington: IMF, 2008.
- Invest Europe, *Investing in Europe: Private Equity Activity in 2019, 2020*, Brüssel, <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), S. 305-360.
- Kattinger, M., *Mitarbeiterbeteiligung der Voestalpine als EU-Modell*, Neue Zürcher Zeitung, 2011, 9.
- Kern S., *Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses*, in: Das et al., *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers*, Washington: IMF, 2010, S. 25-41.
- Khwaja, A. I., Mian, A., "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(4), S. 1371–1411.
- King, R. G., Levine R., "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 1993, 108(3), S. 717-737.
- Knoll, N., *International orientierte Unternehmen in Österreich. Rahmenbedingungen für Steuerungsfunktionen und Forschungskompetenz*, WIFO, Wien, 2004, <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/25272>.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., Stiglitz, J., "Ownership Changes and Access to External Financing", *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33(10), S. 1804–1816.
- Levine, R., "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, 1997, 35(2), S. 688–726.
- Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., "Privatization in the United States, *Rand Journal of Economics*", 1997, 28(3), S. 447-471.
- Love, I., "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", *Review of Financial Studies*, 2003, 16(3), S. 765-791.
- Lucas, R. E., "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 1988, 22(1), S. 2-33.
- Mayer, C., "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development", in Hubbard, G. (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago IL, 1990, S. 307-332.
- Mazzucato M., Kattel R., Ryan-Collins J., *Challenge Driven Innovation Policy: Towards a New Policy Toolkit*, *Journal of Industry, Competition and Trade* 20 (2), 2020, 421-437.
- Meggison, W., "Privatization and Finance", *Annual Review of Financial Economics*, 2010, 2, S. 145-174.
- Modigliani, F., Miller, M. H., "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958, 48(3), S. 261-297.
- Nowotny, Ch., "Kernaktionärsrolle und Aktienrecht", in: *Zukunftsforum Österreich* (Hrsg.), *Strategisches Eigentum für Österreichs Zukunft*, Wien, 2002, S. 77-112.
- OECD, *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance*, 2015a, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264250130-de>.
- OECD, *State-owned Enterprises in the Development Process*, Paris: OECD, 2015b.
- OECD, *Ownership and Governance of State-Owned Enterprises: A Compendium of National Practices*, 2018.
- Prime Minister's Office, *Revenue through responsible ownership Government Resolution on the State Ownership Policy*, 8 April 2020, Helsinki, [https://vnk.fi/documents/10616/1221497/State+Ownership+Policy\\_08042020.pdf/581f2a9c-ca52-83ac-44e6-0d6684950125/State+Ownership+Policy\\_08042020.pdf](https://vnk.fi/documents/10616/1221497/State+Ownership+Policy_08042020.pdf/581f2a9c-ca52-83ac-44e6-0d6684950125/State+Ownership+Policy_08042020.pdf)
- Report of the Solidium Working Group, 6 May 2015 VNK/352/50/2015, Valtioneuvoston Kaslia (Regierungskanzlei).
- Österreichische Bundes- und Industriebeteiligungen GmbH (OEBIB), *Geschäftsbericht 2018*, Wien: BM für Finanzen, 2018.
- Peneder M., Resch A., *Schumpeter's Venture Money*, Oxford: Oxford University Press, 2021.
- Peneder M., *Competitiveness and Industrial Policy: From Rationalities of Failure Towards the Ability to Evolve*, *Cambridge Journal of Economics* 41, 2017, 829–858.
- Prettner C., Leitner F., *Das Bruttoinlandsprodukt*, *Statistics Brief*, Wien: Statistik Austria, 2019.

- Raidl C., Verstaatlichte Industrie 1979-1982, in: Österreichisches Jahrbuch für Politik, München: Oldenbourg, 1983, 539-549.
- Republik Österreich, Änderung des ÖIAG-Gesetzes 2000, des Bundesimmobiliengesetzes und des Finanzmarktstabilitätsgesetzes, Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich, ausgegeben am 22. Dezember 2018, Wien.
- Resch A., Defensive Innovationen statt schöpferischer Zerstörung. Die risikofreudigen Innovations- und Diversifizierungsstrategien in der österreichischen verstaatlichten Industrie von 1975 bis 1985, Zeitschrift für Öffentliche und Gemeinwirtschaftliche Unternehmen 34 (2), 2011, 172-193.
- Rozanov A., Who Holds the Wealth of Nations, *Central Banking Journal* 15 (4), 2005, <https://www.centralbanking.com/central-banks/financial-stability/2072255/who-holds-the-wealth-of-nations>.
- Rozanov A., Long-Term Implications of the Global Financial Crisis for Sovereign Wealth Funds, in: Das et al. (Hrsg.), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers*, 2010, Washington: IMF, 245-258.
- Schernthanner M., Schrott S., Stowasser C., Tasch-Ronner B., Institutionelle Rahmenbedingungen des Welthandels, in: Gnan E., Schneider C. (Hg.), *Schwerpunkt Außenwirtschaft 2019/2020*, Wien: facultas, 2020, S. 53-80.
- Schmitz, P. W., Partial Privatization and Incomplete Contracts: The Proper Scope of Government Reconsidered, *Finanzarchiv*, 2000, (57), S. 394-411.
- Seidel H., Österreichs Wirtschaft und Wirtschaftspolitik nach dem Zweiten Weltkrieg, Wien: Manz, 2005.
- Shields J., Villafuerte M., Sovereign Wealth Funds and Economic Policy at Home, in: Das et al. (Hrsg.), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers*, Washington: IMF, 2010, 43-56.
- Shleifer, A., "State Versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4), S. 133-150.
- Shleifer, A., Vishny, R. W., "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), S. 995-1025.
- Solidium, Annual Report 2019, Helsinki, 2019, [http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual\\_report-2019](http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual_report-2019).
- Solidium, Annual Report 2020, Helsinki, 2020, [http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual\\_report-2020/](http://www.e-julkaisu.fi/solidium/annual_report-2020/).
- Sovereign Investment Laboratory, The Sky Did Not Fall. Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015, Milano: Bocconi University, 2015.
- Stelzer, M., Mitarbeiterbeteiligung voestalpine AG, Linz, 2010, [http://www.voewa.at/system/page\\_document/document/250/Mitarbeiterbeteiligung.pdf](http://www.voewa.at/system/page_document/document/250/Mitarbeiterbeteiligung.pdf).
- Stiglitz, J. E., Weiss, A., "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 1981, 71(3), S. 393-410.
- Temasek, "Temasek Overview 2019 – Look Think Act - Now, Together", 2019, <https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/our-financials/investor-library/annual-review/EN-TR-PDF-2019/TO19-full.pdf>.
- Temasek, "Temasek Review 2020 Highlights", 2020, <https://www.temasekreview.com.sg/downloads/Temasek-Review-2020-Highlights.pdf>.
- Tirole, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton NJ, 2006.
- Url, T., "Finanzmarktkrise: Entstehung, kurzfristige Reaktion und langfristiger Anpassungsbedarf", *WIFO-Monatsberichte*, 2009, 82(12), S. 909-931.
- Vickers, J., Yarrow, G., "Economic Perspectives on Privatization", *Journal of Economic Perspectives*, 1991, 5(2), S. 111-132.
- Vitale, C., Bitetti R., Wanner I., Danitz E., Moiso C., "The 2018 edition of the OECD PMR indicators and database: Methodological improvements and policy insights", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1604, OECD Publishing, Paris, 2020, <https://doi.org/10.1787/2cfb622f-en>.
- Wang D., Strangers Are Not All Danger. Sovereign Wealth Fund Investment in the Energy Industry, in: Cumming D. et al., *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 433-456.
- Weber F., Verstaatlichung und Privatisierung in Österreich 1946-1986, *Zeitschrift für Öffentliche und Gemeinwirtschaftliche Unternehmen* 34 (2), 2011, 126-147.
- Wood G., O'Sullivan N., Goergen M., Baric M., The Norwegian Government Pension Fund Global and the Implications of its Activities for Stakeholders, in: Cumming D. et al., *The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds*, Oxford: Oxford University Press, 2017, 459-473.

Wright M., Amess K., Sovereign Wealth Funds and Private Equity, in: Cumming D. et al., The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds, Oxford: Oxford University Press, 2017, 231-246.