

Kapitalerträge und Bewertungseffekte grenzüberschreitender Direktinvestitionen

Den nationalen Außenwirtschaftsstatistiken kommt innerhalb der EU eine wachsende Bedeutung zu. Als wichtige Indikatoren wurden der Leistungsbilanzsaldo und das Nettoauslandsvermögen in das kürzlich beschlossene makroökonomische Überwachungsverfahren einbezogen.¹⁾ Die damit einhergehenden erhöhten Anforderungen an die Analyse ihrer Bestimmungsfaktoren sowie die Qualität der statistischen Ergebnisse sollen exemplarisch im Rahmen einer Renditeanalyse für grenzüberschreitende Direktinvestitionen dargestellt werden. Diese haben im Zuge der Globalisierung einen besonderen Stellenwert erlangt und ihre Messung ist von hoher Komplexität.

Messkonzept und Datenbasis

Für die Berechnung der Renditen auf Direktinvestitionen werden erzielte Erträge zu den entsprechenden Vermögensbeständen der Vorperiode ins Verhältnis gesetzt. Der methodischen Untergliederung des Auslandsvermögensstatus und der Zahlungsbilanz folgend, kann die laufende Kapitalrendite aus Vermögenseinkommen (Cashflow-Rendite) unterschieden werden von einer Bewertungs- (Preis-) Rendite. Die Bewertungsrendite enthält eine Marktpreiskomponente, die den Effekt von Veränderungen der Aktien- und Anleihekurse aufnimmt. Bei Forderungen beziehungsweise Verbindlichkeiten in Fremdwährung fällt überdies ein Wechselkurseffekt an. Die so ermittelten Renditesätze liefern Anhaltspunkte für die Erklärung von Leistungsbilanzsalden und die Dynamik von Nettoauslandspositionen. Gleichzeitig ermöglichen sie Aussagen über die interne Konsistenz der Außenwirtschaftsstatistiken.

Die laufenden Kapitalerträge grenzüberschreitender Direktinvestitionen²⁾ werden darüber hinaus in Gewinne aus Beteiligungskapital und Zinsen für Direktinvesti-

tionskredite unterschieden. Während sich die Erträge des Beteiligungskapitals ihrerseits aus ausgeschütteten und reinvestierten Gewinnanteilen zusammensetzen, lassen sich die Zinserträge zwischen solchen auf normale Kredite und jenen auf sogenannte reverse Kredite differenzieren. Normale Direktinvestitionskredite bestehen in der Bereitstellung finanzieller Mittel durch den Investor an das Direktinvestitionsobjekt. Bei reversen Direktinvestitionskrediten erfolgt die Kreditvergabe in die entgegengesetzte Richtung – zumeist auf dem Wege der Verschuldung der Muttergesellschaft bei eigens für diesen Zweck gegründeten Finanzierungstöchtern. Die Renditen auf Direktinvestitionen werden – aufgegliedert nach ihren verschiedenen Komponenten – für beide Anlagerichtungen getrennt berechnet (Bruttomethode). Damit sind Vergleiche zwischen den Renditen (laufende Kapitalerträge und Preisrendite) deutscher Direktinvestitionen im Ausland und ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland möglich.

Empirische Befunde zu den Renditen aus Direktinvestitionen

Im Untersuchungszeitraum von 2000 bis 2010³⁾ erwirtschafteten deutsche Direktinvestoren auf ihr in Form von Beteiligungskapital gehaltenes Auslandsvermögen eine durchschnittliche laufende Rendite in Höhe von 5½%. Die Ausschüttungsrendite be-

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 41 ff.

2 Zur Definition der statistischen Konzepte der Direktinvestitionen einschl. resultierender Kapitalerträge vgl.: OECD (2008), Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, 4th edition sowie die methodischen Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Direktinvestitionen laut Zahlungsbilanzstatistik, April 2011.

3 Die Daten entsprechen: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, Statistisches Beiheft 3 zum Monatsbericht, Februar 2012.

wegte sich in einer engen Bandbreite und entsprach mit einem relativ konstanten Ausschüttungsvolumen einer mittleren Ausschüttungsquote von rund 80%. Deutlich stärker schwankte dementsprechend die Reinvestitionsrendite; hier waren – bedingt durch die sich verschlechternde Ertragslage bei unverändert hohen Ausschüttungen – zeitweise auch Vermögensverluste zu verzeichnen.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland erzielten seit 2000 eine mittlere Beteiligungsrendite von 3½%. Dabei überschritten die Ausschüttungen gelegentlich die Beteiligungserträge und so ergab sich – bei einem insgesamt volatilen Verlauf – eine im Mittel leicht negative Reinvestitionsrendite. Insbesondere in den Rezessionsjahren 2001/2002 sowie 2008 kam es im Aggregat zu ungedeckten Verlusten, die eine Form der Rückführung von Beteiligungskapital darstellen. In sektoraler Betrachtung wird erkennbar, dass im Jahr 2008 hiervon besonders monetäre Finanzinstitute aufgrund ihres hohen Liquiditätsbedarfs bei steigender Risikoaversion Gebrauch machten.

Der Marktpreiseffekt auf die Bestände des börsennotierten Beteiligungskapitals ausländischer Direktinvestitionen im Inland wirkte sich seit dem ersten Erhebungsjahr 2006 mit Ausnahme des Jahres 2008 wertschöpfend aus. Hierin spiegelt sich im Wesentlichen die Kursentwicklung des DAX im betrachteten Zeitraum wider. Demgegenüber entwickelten sich die deutschen Aktivbestände im Großen und Ganzen wertmäßig schlechter. Die im internationalen Vergleich günstigere Entwicklung des DAX wirkte sich damit – isoliert betrachtet – dämpfend auf das deutsche Nettoauslandsvermögen aus.

Der wechselkursbestimmte Teil der Rendite des deutschen Beteiligungskapitals wurde weitgehend von der Kursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund Sterling beeinflusst, da der

Kapitalerträge und Bewertungseffekte grenzüberschreitender Direktinvestitionen

Durchschnittliche Rendite 2000 bis 2010 in %



Großteil der deutschen Beteiligungen außerhalb der EWU auf die Vereinigten Staaten sowie Großbritannien entfällt. Ein insgesamt negativer Wechselkurseffekt lässt sich dementsprechend in Phasen der Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar beziehungsweise britischem Pfund Sterling (2002 bis 2004, 2006 bis 2008) beobachten, während in Phasen der Euro-Abwertung gegenüber diesen Währungen (2005, 2010; mit Abstrichen auch 2001 und 2009) ein positiver Wechselkurseffekt zu Buche schlug. Von einem Jahr auf das andere führten Wechselkursbewegungen mitunter zu sehr deutlichen Bewertungseffekten, die von -7% des deutschen Beteiligungskapitals im Jahr 2002 bis +9¼% im Jahr 2005 reichten. Im Einklang mit dem vergleichsweise hohen Globalisierungsgrad der deutschen Banken über Auslandsstöchter an den großen Finanzplätzen New York und London, waren monetäre Finanzinstitute hiervon in der Regel etwas stärker betroffen als Wirtschaftsunternehmen.

Für die Verzinsung deutscher Kreditforderungen gegenüber verbundenen Unternehmen im Ausland ergibt die Auswertung der Jahresdaten seit 2000 einen ungewichteten Mittelwert von 2½%. Der implizite Zinssatz variierte dabei auf niedrigem Niveau zwischen 1% und 4½%. Auf die im Direktinvestitionsverbund bestehenden ausländischen Forderungen gegenüber Deutschland zahlten hiesige Unternehmen in den vergangenen zehn Jahren einen durchschnittlichen Zinssatz von 4¼%. Dieser bewegte sich in einer Bandbreite von 3½% bis 5¾%. Auffällig ist, dass deutsche Schuldner auf konzerninterne Kreditpositionen kontinuierlich einen signifikant höheren Zinssatz zahlten als ausländische Schuldner an deutsche konzerninterne Gläubiger.⁴⁾

Die Verzinsung normaler Kredite im Direktinvestitionsverbund lag im Beobachtungszeitraum bei durchschnittlich rund 2½% und wies keine nennenswerten Unterschiede zwischen deutschen und ausländischen Direktinvestitionen auf. Eine deutlichere Spreizung zeigte sich hingegen bei der Verzinsung reverser Kreditpositionen. Forderungsbestände deutscher Tochterunternehmen gegenüber ihren ausländischen Eignern wurden im Mittel seit 2002 mit weniger als 2% verzinst. Demgegenüber leisteten deutsche Direktinvestoren an ihre ausländischen Investitionsobjekte auf reverse Kreditverbindlichkeiten Zinszahlungen von durchschnittlich 6½%. Dieser reverse Zinssatz deutscher Direktinvestoren lag in den vergangenen Jahren durchweg über 5% und bei bis zu 8¼%. Ausschlaggebend hierfür waren die Beziehungen deutscher Konzernzentralen zu ausländischen Finanzierungstöchtern, die überwiegend in EWU-Ländern mit besonderen Steuerregelungen ansässig sind⁵⁾. Zwischen 2000 und 2010 wurden drei Viertel aller deutschen Zinsausgaben auf reverse Direktinvestitionskredite an solche speziellen Einheiten gezahlt. So lag im Jahr 2010 der implizite Zinssatz auf reverse Kreditverbindlichkeiten deutscher Direktinvestoren gegen-

über ihren (mehrheitlich Finanzierungs-) Töchtern in den Niederlanden bei 9¾%.

Die vorangegangene Analyse verdeutlicht die heterogene Entwicklung in der Rentabilität der verschiedenen Komponenten der Direktinvestitionen. Konzeptionell spielen Bewertungseffekte und die damit verbundenen Vermögensrisiken, die aus den international engen finanziellen Verflechtungen der deutschen Volkswirtschaft erwachsen, eine wichtige Rolle. Besonders groß ist der Einfluss von Effekten, in denen sich auch das Finanzierungsverhalten der Direktinvestoren widerspiegelt. So lässt sich für deutsche Beteiligungen im Ausland eine höhere laufende Beteiligungsrendite beobachten als für ausländische Direktinvestitionen in Deutschland, wobei ausländische Direktinvestoren deutlich höhere Ausschüttungsquoten präferieren. Im Gegensatz dazu werden deutsche Kreditforderungen im Direktinvestitionsverbund niedriger verzinst als entsprechende Verbindlichkeiten. Insbesondere für die Verschuldung deutscher Direktinvestoren bei ihren Finanzierungstöchtern in einzelnen Ländern der EWU wird dieses – für eine intensiverte wirtschafts- und fiskalpolitische Koordination potenziell relevante – Zinsgefälle sichtbar.

⁴ Für diese Berechnung wurden die normalen und die reversen Bestände an grenzüberschreitenden Forderungen (Verbindlichkeiten) inländischer verbundener Unternehmen jeweils zusammen betrachtet (Asset-Liability-Principle). Die dargestellten Zinssätze ergeben sich als ungewichtete Durchschnitte aus den Zinssätzen auf normale und reverse Kredite.

⁵ Zu den steuerlichen Gründen der Konzernfinanzierung über in einzelnen Ländern der EWU ansässige Finanzierungstöchter vgl.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2007, Monatsbericht, Januar 2009, S. 33 ff. Zur These des konzerninternen Kreditverkehrs als Medium zur Minimierung der globalen Steueraufwendungen (Verrechnungspreissetzung) in multinationalen Unternehmen vgl.: OECD (2007), Tax Effects on Foreign Direct Investment; und OECD (2010), Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations.