

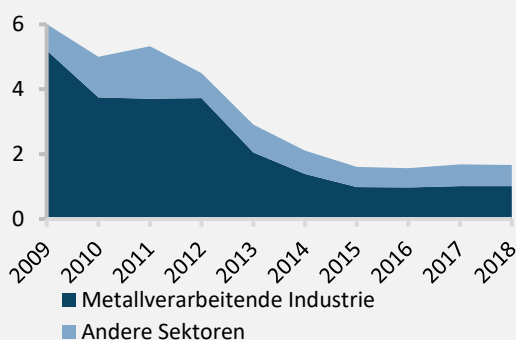
Deutsches FDI in der Ukraine: Eine Frage der Bewertung

Laut den Daten der ukrainischen Statistikbehörde sind die deutschen Direktinvestitionen (FDI) in der Ukraine seit 2011 stark rückläufig. Dies ist bemerkenswert, da sich die Wirtschaftsbeziehungen zwischen den beiden Ländern, nicht zuletzt durch das EU-Assoziierungsabkommen, eigentlich sehr positiv entwickelt haben. Tatsächlich ist die negative Entwicklung der Daten durch einige sehr bedeutsame Sonderfaktoren bedingt: Die Daten werden vornehmlich durch eine sehr große Einzelinvestition beeinflusst, welche durch die deutsche Tochtergesellschaft eines globalen Stahlunternehmens mit indischen Hauptaktionären erfolgte. Allein dies weist auf die begrenzte Interpretierbarkeit der bilateralen FDI Statistiken hin. Auch die Methode zur Ermittlung des Wertes dieser Investition spielt eine wichtige Rolle. Insgesamt bedeutet dies, dass keine voreiligen Schlüsse aus den ukrainischen FDI Daten bezüglich des Engagements der deutschen Wirtschaft in der Ukraine gezogen werden sollte.

Überraschende Entwicklung der FDI-Daten

Die Verflechtung der deutschen mit der ukrainischen Wirtschaft ist unzweifelhaft am Wachsen, insbesondere seit dem EU-Assoziierungsabkommens 2014. So ist etwa der Wert der deutschen Importe aus der Ukraine zwischen 2013 und 2019 um mehr als 50% gestiegen. Umso überraschender ist es, dass die Daten der ukrainischen Statistikbehörde für den Bestand der deutschen Direktinvestitionen in der Ukraine (FDI) seit 2009 einen deutlichen Rückgang ausweisen.

Deutsches FDI in der Ukraine, Bestand, Mrd. USD



Quelle: Ukrstat

Von einem Wert von 6 Mrd. US-Dollar 2009 ist der Bestand des deutschen FDI in der Ukraine bis 2018 auf 1,7 Mrd. US-Dollar gefallen. Offensichtliche Einflussfaktoren wie die Abwertung der ukrainischen Hryvnia und weitere Auswirkungen der Wirtschaftskrise nach 2014 können diese Entwicklung nicht alleine erklären, da sie bereits 2012 ihren Anfang nahm. Zeigen diese Daten also doch gar einen Rückgang in der Verflechtung zwischen der deutschen und ukrainischen Wirtschaft auf?

Eine Einzelinvestition dominiert die Daten

Tatsächlich ist es so, dass die Aussagekraft dieser Daten aufgrund einiger allgemeiner Eigenschaften von FDI-Statistiken und einiger Sonderumstände äußerst begrenzt ist. Mit 5,2 Mrd. US-Dollar machten Investitionen in der Metallindustrie fast 90% des deutschen FDI-Bestandes in der Ukraine 2009 aus und haben einen weit überwiegenden Anteil am Rückgang des Wertes zwischen 2009 und 2018.

Der größte Teil des deutschen FDI im Metallsektor der Ukraine (4,6 Mrd. US-Dollar) entfiel 2009 auf eine einzige Investition: Den Kauf von Kryworystal (KSTL) durch ArcelorMittal im Jahr 2005. Mit 4,8 Mrd. US-Dollar war diese Privatisierung die größte Einzelinvestition in der Geschichte der Ukraine. Aufgrund ihrer Größe hatte diese Investition einen maßgeblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des deutschen FDI in der Ukraine.

Bilaterale FDI-Daten: Beschränkt aussagekräftig

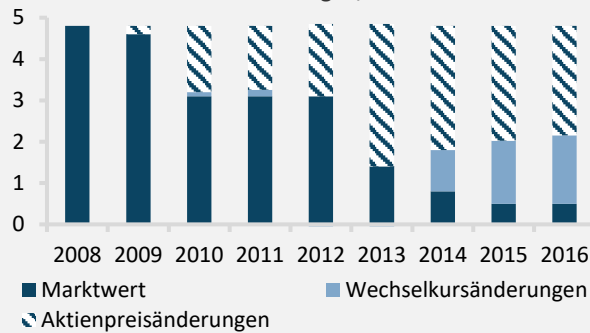
Die Bedeutung einer Investition eines globalen Stahlunternehmens mit indischen Hauptaktionären für das deutsche FDI in der Ukraine weist auch auf ein allgemeines Problem bilateraler FDI-Daten hin: Häufig werden Auslandsinvestitionen über Zweck- oder, wie hier, Tochterunternehmen in Drittländern abgewickelt. In den Daten wird das FDI dann aber aufgrund mangelnder Information über das letztbegünstigte „ultimate investing country“ dem Drittland zugeordnet. Aus bilateralen FDI-Daten lassen sich daher allgemein nur schlecht Rückschlüsse über die Entwicklung der wirtschaftlichen Verknüpfung zwischen Staaten ziehen.

Ursachen für den Bewertungsrückgang von KSTL

Aufgrund der Bedeutung für das deutsche FDI in der Ukraine ist es lohnend, sich die Gründe für den Bewertungsrückgang der Investition in KSTL anzuschauen. Zwischen 2009 und 2013 brach der Marktwert, gemessen am Börsenkurs der verbleibenden KSTL-Anteile, um mehr als zwei Drittel ein.

Der Hauptgrund hierfür ist die Entwicklung des globalen Stahlmarktes: Bis 2008 stiegen sowohl der Stahlpreis auf dem Weltmarkt als auch die ukrainische Stahlproduktion. Es wurden weiter steigende Preise aufgrund wachsender chinesischer Nachfrage erwartet. Nach der globalen Finanzkrise 2009 erholte sich der Stahlpreis jedoch nicht wieder. Aufgrund relativ hoher Produktionskosten befindet sich die ukrainische Stahlindustrie seitdem unter erheblichem Druck.

KSTL: Ursachen für Wertänderungen, Mrd. USD



Quelle: NBU

Nach 2014 kam der Einbruch des Wechselkurses der ukrainischen Hryvnia als Einflussfaktor dazu, während sich der Börsenkurs etwas erholte. Letztlich erklärt der Einbruch des Börsenkurses bis 2016 ca. 60% und der Wechselkurs 40% des Gesamtrückgangs. Abgesehen von Dividenden fanden keine Kapitalbewegungen statt.

Wie bewertet man den Marktwert richtig?

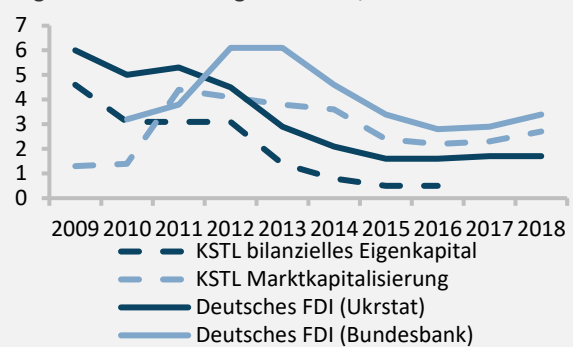
Auch wenn sich der Verfall des Börsenkurses von KSTL durch die Krise der ukrainischen Stahlindustrie erklären lässt, bleibt fraglich, ob der Börsenkurs das geeignete Maß zur Bewertung ist. Es befinden sich nur noch 0,4% des Unternehmens in Streubesitz, während der Rest der Anteile ArcelorMittal gehört.

Die Bewertungsmethode ist formal korrekt: Laut dem zugrundeliegenden internationalen Standard soll primär die Marktkapitalisierung eines Unternehmens genutzt werden. Bei KSTL handelt es aber sich aufgrund der geringen frei gehandelten Anteile um einen Grenzfall. Dennoch haben sich die ukrainischen Behörden für die Nutzung des Marktwertes entschlossen.

Andere Methode, andere Ergebnisse

Eine alternative Bewertungsmethode, die z.B. von der Deutschen Bundesbank zur Ermittlung des Wertes der deutschen Direktinvestitionen im Ausland genutzt wird, nutzt statt des Börsenkurses das bilanzielle Eigenkapital von Unternehmen. Nach der Wirtschaftskrise von 2009 erholte sich der Wert des FDI in KSTL, bemessen am bilanziellen Eigenkapital des Unternehmens, bis 2011. Erst aufgrund der Wirtschaftskrise und Abwertung ab 2014 sank der Wert in US-Dollar stark ab. Insofern ist auch in der Datenreihe der Bundesbank der Bestand des deutschen FDI bis 2012 gestiegen und erst seit 2014 gefallen.

Vergleich der Bewertungsmethoden, in Mrd. USD



Quelle: Ukrstat, Bundesbank, NBU

Im Falle von KSTL ist keine Methode inhärent besser als die andere: Während die Aussagekraft des Börsenkurses durch den sehr geringen frei gehandelten Anteil eventuell beschränkt ist, sagt der Buchwert wenig über die Zukunftsaussichten eines Unternehmens aus.

Fazit

Der Rückgang des deutschen FDI Bestandes in der Ukraine ist kein Hinweis auf eine zurückgehende wirtschaftliche Verflechtung zwischen den beiden Ländern. Aufgrund von Sonderfaktoren wie der herausgehobenen Bedeutung einer einzigen Investition sowie deren nicht eindeutige Bewertung sollten die bilateralen FDI Statistiken mit einer gewissen Vorsicht genossen werden.

Autor

David Saha, saha@berlin-economics.com

Dieser Newsletter basiert auf der [Technical Note 02/2020](#)

Herausgeber

Dr. Ricardo Giucci, Robert Kirchner

[Subscribe / unsubscribe newsletter](#)

German Economic Team

www.german-economic-team.com

Das German Economic Team (GET) unterstützt die Regierungen der Länder Ukraine, Belarus, Moldau, Georgien und Usbekistan beratend bei der Gestaltung wirtschaftspolitischer Reformprozesse und der nachhaltigen Entwicklung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen. Es wird vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) finanziert und von Berlin Economics durchgeführt.