

TECHNICAL NOTE 02 | 2020

Rückgang der Deutschen Direktinvestitionen (FDI) in der Ukraine in der ukrainischen Statistik

von David Saha, Garry Poluschkin und Robert Kirchner

Berlin/Kiew, August 2020

Über das German Economic Team

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. Im Rahmen des Projekts sind wir auch in weiteren Ländern zu ausgewählten Themen aktiv.

In einem kontinuierlichen Dialog mit hochrangigen Entscheidungsträgern in den Beratungsländern identifizieren wir aktuelle wirtschaftspolitische Problemfelder und präsentieren anschließend auf Basis unabhängiger Analysen konkrete Handlungsempfehlungen.

Darüber hinaus unterstützt GET mit seinem Know-how und detaillierter Kenntnis der wirtschaftlichen Zusammenhänge in der Region deutsche Institutionen aus Politik, Verwaltung und Wirtschaft.

Das German Economic Team wird durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) finanziert. Das Beratungsunternehmen Berlin Economics ist mit der Umsetzung des Projekts beauftragt.

KONTAKT

Garry Poluschkin, Project Manager Ukraine
poluschkin@berlin-economics.com

German Economic Team

c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstraße 59 • 10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
info@german-economic-team.com
www.german-economic-team.com

Durchgeführt von



Unsere Veröffentlichungen sind verfügbar unter <https://www.german-economic-team.com/ukraine>.

Inhaltsverzeichnis

1	Zielsetzung	1
2	Rückgang des deutschen FDI in der Ukraine und Rolle von ArcelorMittal/KSTL.....	1
3	Grenzen bilateraler FDI-Statistiken.....	1
4	Ursachen des FDI-Rückgangs: Bewertungsänderung bei KSTL, Wechselkurs	2
5	Ursachen der Bewertungsänderung (1): Krise der ukrainischen Stahlindustrie.....	3
6	Ursachen der Bewertungsänderung (2): Börsenkurs statt Eigenkapital als Maß	3
7	Vergleich von Ukrstat und Bundesbank Statistiken.....	4
8	Fazit.....	5

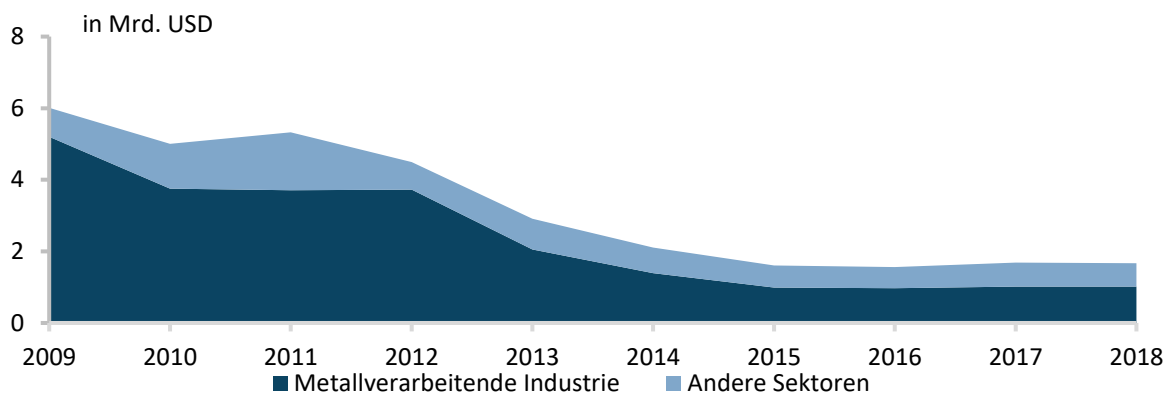
1 Zielsetzung

Diese Technical Note¹ hat das Ziel, die Ursachen des starken Rückgangs deutscher Direktinvestitionen (FDI) in der Ukraine in den Daten der nationalen Statistikbehörde (Ukrstat) zu erklären. Es wird die große Rolle der Bewertung einer einzelnen Investition (Kryworyschstal) betont und es wird auf einige wichtige methodische Aspekte eingegangen. Ein Vergleich mit den Daten der Bundesbank zeigt, dass eine andere Bewertungsmethodik bei dem genannten Unternehmen zu völlig anderen Ergebnissen führt.

2 Rückgang des deutschen FDI in der Ukraine und Rolle von ArcelorMittal/KSTL

Die Zahlen der ukrainischen Statistikbehörde Ukrstat zum Bestand (aktuellen Wert) des deutschen FDI in der Ukraine weisen einen seit 2009 stark rückläufigen Wert aus. Insgesamt ist der deutsche FDI-Bestand in der Ukraine laut Ukrstat von 6 Mrd. US-Dollar im Jahr 2009 auf 1,7 Mrd. US-Dollar im Jahr 2018 zurückgegangen.

Fig. 1 Deutsches FDI in der Ukraine, Bestand



Quellen: Ukrstat, Anmerkung: Debt plus equity FDI, Werte zum Jahresende

Die Aufgliederung des FDI nach Zielsektoren zeigt, dass 87% des deutschen FDI in der Ukraine 2009 im Metallsektor investiert waren. Der Rückgang dieser Investitionen von 5,2 Mrd. (2009) auf 1 Mrd. US-Dollar (2018) erklärt fast den gesamten Rückgang des deutschen FDI. Dieser Rückgang ist nicht nur auf einen einzelnen Sektor zurückzuführen, sondern im Wesentlichen auf eine einzige Firma. Beim deutschen FDI im Metallsektor der Ukraine handelt es sich nahezu ausschließlich um den Kauf von Kryworyschstal (KSTL) durch ArcelorMittal im Jahr 2005, mit 4,8 Mrd. US-Dollar die größte Einzelinvestition in der Ukraine.

3 Grenzen bilateraler FDI-Statistiken

Die Rolle von ArcelorMittal für das deutsche FDI in der Ukraine zeigt: FDI-Statistiken geben nur sehr begrenzt über tatsächliche bilaterale Investitionen Auskunft. FDI wird häufig aufgrund steuerlicher oder rechtlicher Aspekte über Tochterunternehmen in Drittländern getätigt und dann statistisch dem Drittland zugeordnet. Bemühungen, das „ultimate investing country“ von Investitionen offenzulegen, sind im Gange². Derzeit sind solche Daten aber noch nicht systematisch verfügbar.

¹ Die TN ist zunächst als Memo 07/2020 des German Economic Team an deutsche Institutionen versandt worden.

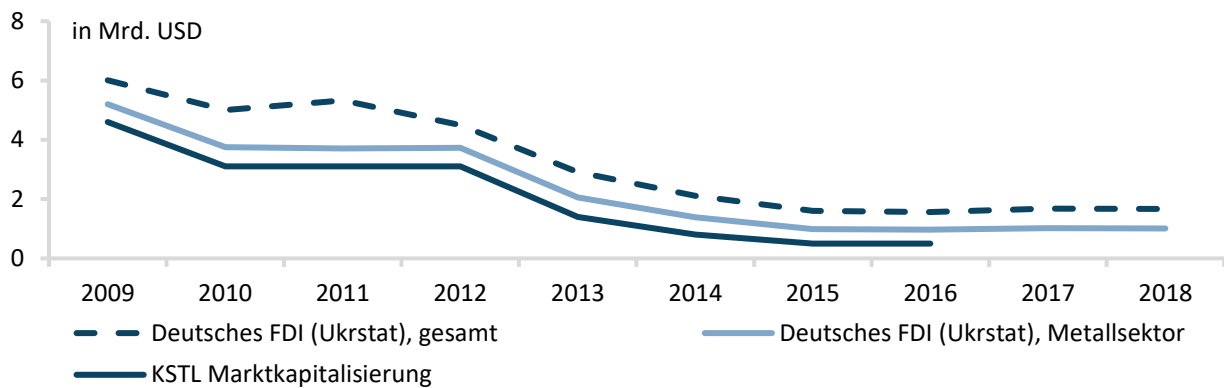
² Siehe OECD Daten für Deutschland, Frankreich, USA und Estland: <https://www.oecd.org/daf/inv/FDI-statistics-by-ultimate-investing-country.pdf>. Die Zentralbank der Ukraine macht zudem Fortschritte darin, Informationen über den Zufluss von „round-trip“ FDI (Investitionen in der Ukraine, die als FDI gelten, aber letztlich inländischen

Für die Ukraine wird eine große Investition eines globalen Stahlunternehmens mit indischen Hauptaktionären (durch ihr deutsches Tochterunternehmen) dem deutschen FDI zugeordnet. Gleichzeitig ist es gut möglich, dass genuin deutsche Investitionen über Finanzplätze wie Zypern oder die Niederlande (laut den Statistiken die größten FDI-Ursprungsländer der Ukraine) getätigt wurden und daher nicht statistisch Deutschland zugeordnet wurden. **Insofern taugen bilaterale FDI-Daten nur sehr begrenzt als Maß der wirtschaftlichen Verflechtung zwischen zwei Ländern.**

4 Ursachen des FDI-Rückgangs: Bewertungsänderung bei KSTL, Wechselkurs

Der Wert der Investition von ArcelorMittal in KSTL, in den Daten von Ukrstat mit deren Marktkapitalisierung (also dem Wert aller Aktien) gemessen, erklärt fast alle Änderungen des Bestandes deutschen FDI in der Ukraine.

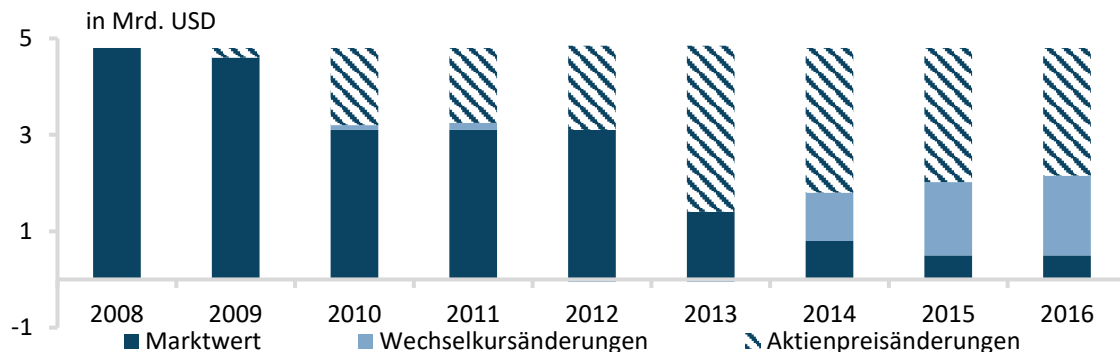
Fig. 2 Deutsches FDI in der Ukraine (Ukrstat) und Börsenwert KSTL



Quelle: Ukrstat

Der Marktwert der Investition in KSTL sank von 4,8 Mrd. Dollar im Jahr 2009 aufgrund von Änderungen der Aktienkurse auf 1,4 Mrd. Dollar in 2013. Hierbei ist zu bemerken, das ArcelorMittal 2005 nicht alle Aktien erworben hatte, sondern ein sehr kleiner Teil weiter an lokalen Börsen notiert wurde („free float“) und sich entsprechende Kurse bildeten. Danach spielten auch Wechselkursänderungen eine Rolle. Insgesamt wird der Rückgang des Marktwertes zwischen 2009 und 2016 zu ca. zwei Drittel durch den gesunkenen Börsenwert und zu einem Drittel durch die Abwertung der Hryvnia erklärt. Es fanden keine Transaktionen (Kapital Zu- oder Abflüsse) statt.

Fig. 3 Wert der Investition in KSTL und Ursachen für Wertänderung



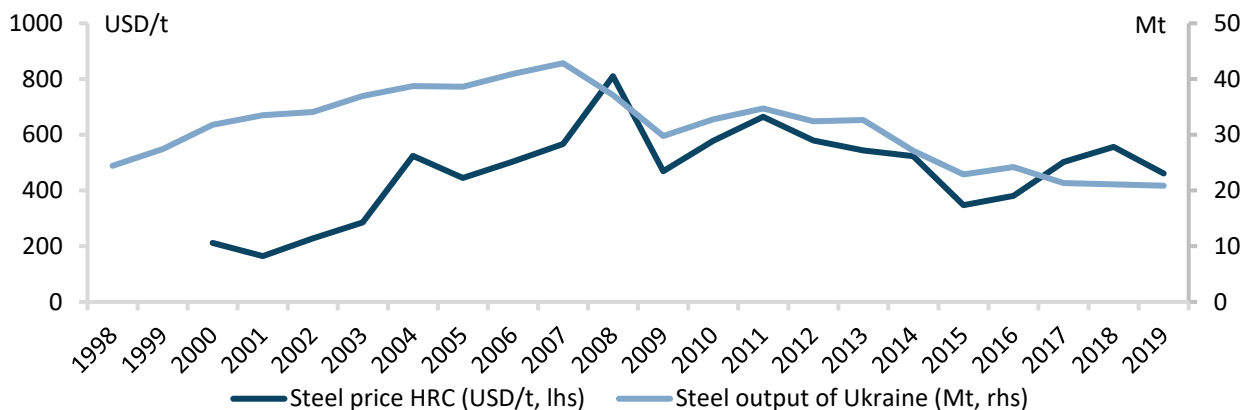
Quelle: NBU

Besitzern zuzuordnen sind) zu sammeln: https://bank.gov.ua/admin/uploads/article/FDI_round_trippling_ICL-DFS_eng.pdf?v=4. Um round-trip-FDI bereinigte Bestandsdaten zum FDI existieren jedoch bislang nicht.

5 Ursachen der Bewertungsänderung (1): Krise der ukrainischen Stahlindustrie

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. Mittlerweile hatte China massiv in Stahlproduktion investiert und der Weltmarkt wurde von diesem zusätzlichen Angebot quasi überschwemmt. Die jährliche Rohstahlproduktion der Ukraine ging zwischen 2007 und 2013 von 37 auf 32 Mio. Tonnen pro Jahr zurück. Der weitere Rückgang war dem Konflikt in der Ostukraine geschuldet.

Fig. 4: Rohstahlproduktion in der Ukraine, Mio. t und Stahlpreis (USD/t)



Quellen: Ukrmetallurgprom, Dragon Capital, eigene Rechnungen

Aufgrund alter Anlagen und hoher Produktionskosten hat der ukrainische Stahlsektor erhebliche Schwierigkeiten, im aktuellen Wettbewerbsumfeld zu bestehen. Dies dürfte einen wesentlichen Grund für den Verfall des Börsenwertes von KSTL darstellen.

6 Ursachen der Bewertungsänderung (2): Börsenkurs statt Eigenkapital als Maß

Allerdings gibt es auch Gründe, die Ermittlung eines Marktwertes von KSTL über die Börsenkurse anzuzweifeln. Es befinden sich nur noch 0,4% des Unternehmens in Streubesitz, während der Rest der Anteile ArcelorMittal gehört. Der Börsenkurs wird nicht mehr fortlaufend notiert. Der Börsenwert wird also aus sehr wenigen Transaktionen von sehr kleinen Anteilen ermittelt.

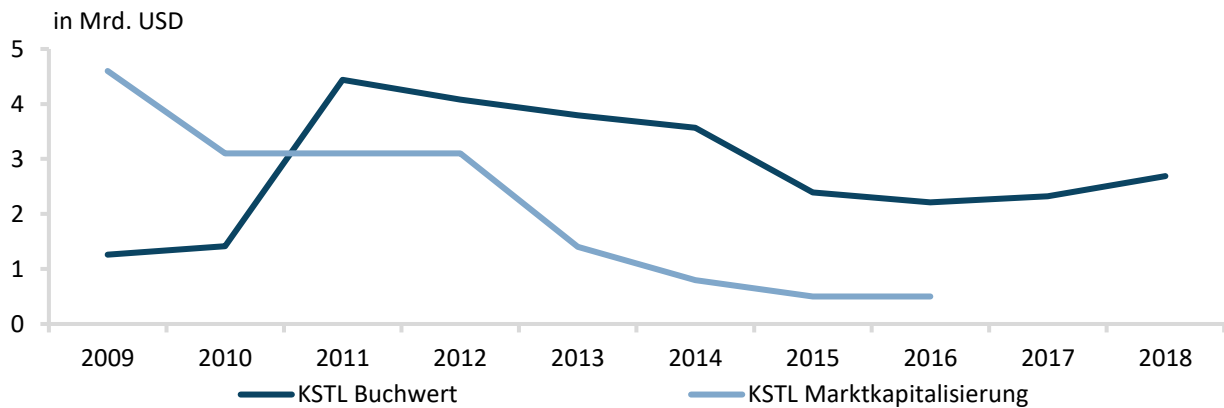
Die Bewertungsmethode ist formal korrekt: Laut dem IWF Balance of Payments Manual 6 (BPM6), dem zugrundeliegenden internationalen Standard, soll, wenn möglich, die Marktkapitalisierung eines Unternehmens an der Börse genutzt werden. Bei KSTL handelt es sich aufgrund der geringen frei gehandelten Anteile um einen Grenzfall, bei dem sich die ukrainischen Behörden für die Nutzung des Marktwertes entschlossen haben, was in Zukunft aber revidiert werden könnte³.

Laut BPM6 soll das Eigenkapital laut Bilanz zur Bewertung von FDI genutzt werden, wenn kein Börsenwert existiert. Fig. 5 zeigt, dass sich das Eigenkapital von KSTL völlig anders entwickelte als die Marktkapitalisierung. Nach der Wirtschaftskrise von 2009 erholte sich der Wert des FDI in KSTL laut Eigenkapital des Unternehmens bis 2011. Erst aufgrund der Wirtschaftskrise und Abwertung ab 2014 sank der Wert in US-Dollar stark ab.

³ Auf Rückfrage teilte uns die Ukrainische Nationalbank mit, dass man erst durch unsere Rückfrage auf die Problematik der Bewertung von Unternehmen mit sehr wenigen frei gehandelten Aktien aufmerksam geworden sei und überlegen würde, dieses Thema systematisch anzugehen (und ggf. auf das Maß des Buchwertes zu wechseln).

Welches Maß für die Bewertung des FDI besser ist, ist unklar. Der Buchwert des Eigenkapitals bildet zwar den aktuellen Stand, aber keine Erwartungen über zukünftige Entwicklungen ab. Erwartungen sollten in den Marktwert an der Börse einfließen, aber ob sich bei KSTL wirklich von einem Marktwert sprechen lässt, ist sehr fraglich. De facto handelt es sich schlicht um zwei unterschiedliche Bewertungsmethoden mit jeweiligen Vor- und Nachteilen, die zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen.

Fig. 5 Markt- vs. Buchwert von KSTL

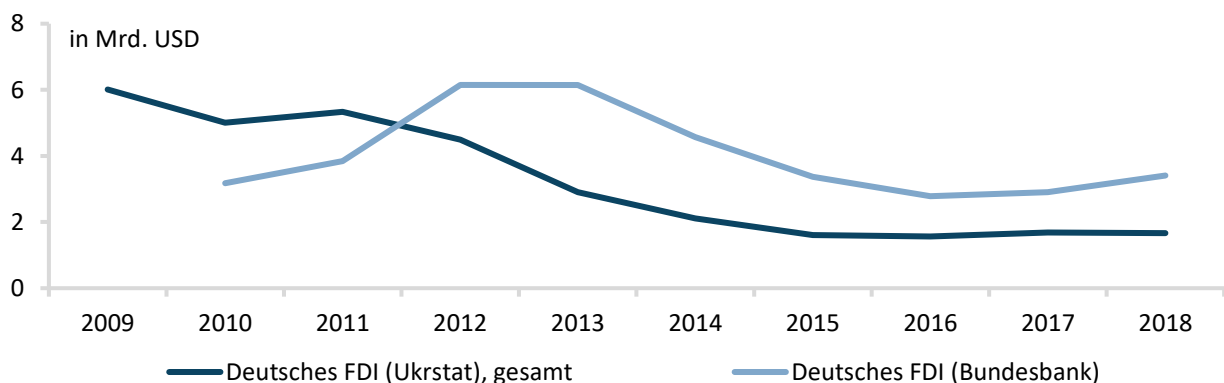


Quellen: Ukrstat, Bundesbank

7 Vergleich von Ukrstat und Bundesbank Statistiken

Interessanterweise verwendet die Bundesbank (die auf deutscher Seite für die Bereitstellung von FDI Daten verantwortlich ist) zur Bewertung des deutschen FDI im Ausland regulär das Eigenkapital von Unternehmen. Dies geschieht in Abweichung von der Empfehlung in BPM-6, dem Marktwert den Vorzug zu geben (eine entsprechende Datenreihe wird wohl intern vorgehalten, es gibt aber wohl Bedenken bezüglich derer Aussagekraft). Insofern unterscheiden sich die Zahlen der Bundesbank Daten für Deutsches FDI in der Ukraine (die primär vom Buchwert von KSTL getrieben werden) deutlich von den ukrainischen Zahlen (die vom Marktwert von KSTL getrieben werden). So ist laut Bundesbank das deutsche FDI in der Ukraine zwischen 2010 und 2012 im Wert gestiegen und erst 2014 aufgrund von Krise und Abwertung gefallen – hier dürfte der Wechselkurs tatsächlich eine entscheidende Rolle spielen.

Fig. 6 Deutsches FDI: Bundesbank vs. Ukrstat



Quellen: Bundesbank, Ukrstat

8 Fazit

Verfügbare Daten über den Wert deutscher Direktinvestitionen in der Ukraine sollten mit Vorsicht genossen werden. Eine einzelne Investition von ArcelorMittal, einem globalen, ursprünglich indischen Unternehmen, in Kryworyschstal dominiert die Daten des deutschen FDI in der Ukraine. Bewertungsänderungen von KSTL erklären nahezu alle Veränderungen des deutschen FDI Bestandes. Der starke Rückgang des deutschen FDI in der Ukraine in den Ukrstat-Daten wird zu zwei Drittel vom Verfall des Börsenwertes von KSTL getrieben und reflektiert zumindest in großen Teilen die Krise des ukrainischen Stahlsektors. Die Abwertung der Hryvnia erklärt den Rest des Rückgangs.

Die Bewertungsmethode für die ArcelorMittal-Investition in KSTL ist von großer Bedeutung für den Bestand des deutschen FDI. Nutzt man, wie die ukrainische Statistik, den Börsenwert, so erhält man einen starken Rückgang des Wertes des deutschen FDI in der Ukraine seit 2009. Nutzt man, wie die Bundesbank, den Buchwert des Eigenkapitals, so erhält man einen völlig anderen Verlauf, mit einem kleineren Rückgang erst seit 2014. Keine dieser Bewertungsmethoden ist perfekt: Während der Börsenwert evtl. durch das sehr geringe Handelsvolumen von wenigen Aktien verzerrt wird, enthält der Buchwert des Eigenkapitals keine Informationen über Erwartungen zur Zukunft des Unternehmens.