

Gerrit von Zedlitz

Welche Konsequenzen haben außenwirtschaftliche Investitionskontrollen?

Viele Staaten haben außenwirtschaftliche Investitionskontrollen zum Schutz geopolitischer Interessen bei grenzüberschreitenden Unternehmenstransaktionen eingeführt. Mit der zunehmenden sektoralen Ausweitung dieser Kontrollen wachsen jedoch die Bedenken vor möglichen Marktverzerrungen und politischer Instrumentalisierung. Obwohl Investitionskontrollen selten aktiv in das Marktgeschehen eingreifen, deutet der aktuelle Forschungsstand darauf hin, dass bereits ihre bloße Anwendungsmöglichkeit eine erhebliche abschreckende Wirkung entfalten kann. Unklar ist aber, inwieweit auch geopolitisch unbedenkliche Transaktionen verhindert werden. Die Marktreaktionen nach der Einführung von Investitionskontrollen deuten zumindest auf eine zunehmende Unsicherheit unter Investoren sowie wachsende Sorgen vor protektionistischen Eingriffen und eingeschränkten Marktkorrekturmechanismen hin. Gleichzeitig bleibt das Ausmaß des geoökonomischen Nutzens von Investitionskontrollen weitgehend unerforscht. Dies erschwert eine abschließende Bewertung von Investitionskontrollen.

Viele Staaten weltweit zeichnen sich durch offene und freie Kapitalmärkte aus. In den vergangenen 50 Jahren sind viele dieser Märkte aufgrund der internationalen Verflechtung eng miteinander integriert. Ausländische Direktinvestitionen, insbesondere in Form grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen, sind ein zentraler Bestandteil dieser Entwicklung. Sie gelten als Motor für Wohlfahrtsgewinne, da sie die produktive Verwendung von Kapital und marktwirtschaftliche Korrekturen über nationale Grenzen hinweg ermöglichen (Javorcik, 2004; Rossi & Volpin, 2004).

Trotz ihres ökonomischen Nutzens warnen politische Entscheidungsträger zunehmend vor grenzüberschreitenden Unternehmenstransaktionen, insbesondere im Hinblick auf deren verstärkte geopolitische Instrumentalisierung in den letzten Jahren. Offene und freie Kapitalmärkte werden dabei gezielt von ausländischen Staaten ausgenutzt, um strategische Abhängigkeiten zu schaffen und sich Zugang zu Schlüsseltechnologien zu sichern (Mohr & Trebesch, 2025). Das betrifft vor allem Teile der Wirtschaft, in denen geopolitische Risiken bislang kaum eine Rolle gespielt haben (z.B. Künstliche Intelligenz, Halbleiter oder Quantentechnologie).

Außenwirtschaftliche Investitionskontrollen gelten in vielen Staaten als geeignetes Steuerungsinstrument, um geopolitische Risiken stärker zu berücksichtigen. Sie sollen politischen Entscheidungsträgern ermöglichen, geopolitisch sensible Transaktionen einzuschränken, ohne dabei andere Transaktionen auszubremsen, die ökonomisch sinnvoll sind (OECD, 2009; Gerhard, 2018). Gleichzeitig wächst allerdings die Sorge, dass inländische Politiker Investitionskontrollen ebenfalls politisch instrumentalisieren könnten.

Grenzüberschreitende Unternehmenstransaktionen und Geopolitik

Unter Unternehmenstransaktionen wird für gewöhnlich „[...] der Erwerb bzw. die Veräußerung von einem (oder mehreren) Unternehmen bzw. Unternehmensteilen und die aktive Eingliederung (Ausgliederung) in den Unternehmensverbund des Erwerbers [...]“ verstanden (Guserl et al., 2022). Die häufigsten Anwendungsfälle sind Verschmelzungen und Übernahmen. Unternehmenstrans-

© Der/die Autor:in 2026. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Gerrit von Zedlitz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Mannheim und Mitglied des DFG-Projekts Accounting for Transparency.

aktionen beruhen in der Regel auf freien Entscheidungen der Marktteilnehmer und auf deren wirtschaftlichen Motiven. Angesichts der Heterogenität dieser Akteure können mit Unternehmenstransaktionen strategisch-operative Ziele (z.B. Skaleneffekte), kurzfristige finanzielle Motive (z.B. temporäre Bewertungsunterschiede) und langfristige Wettbewerbsüberlegungen verbunden sein (Eckbo, 1983; Shleifer & Vishny, 2003).

Mit der zunehmenden Kapitalmarktintegration haben Unternehmenstransaktionen in den letzten Jahrzehnten auch auf internationaler Ebene an Bedeutung gewonnen. Bilaterale und multilaterale Freihandels- und Investitionsabkommen haben dazu beigetragen, Kapitalflüsse über nationale Grenzen hinweg zu erleichtern. Grenzüberschreitende Unternehmenstransaktionen sind gesamtwirtschaftlich relevant, da sie mittlerweile ein Drittel aller weltweiten Unternehmenstransaktionen sowie einen beträchtlichen Teil der Auslandsdirektinvestitionen ausmachen (UNCTAD, 2025). Die Motive für grenzüberschreitende Unternehmenstransaktionen ähneln denen für inländische Transaktionen (Erel et al., 2012).

Unternehmenstransaktionen sind auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive von zentraler Bedeutung, da sie wesentlich zur gesamtwirtschaftlichen Effizienz beitragen. Einerseits fördern sie die Ressourcenallokation, indem Kapital produktiver eingesetzt wird. Andererseits entfalten sie eine disziplinierende Wirkung auf ineffiziente Unternehmen, da externe Investoren sie übernehmen und so deren Effizienz steigern können (Jensen & Ruback, 1983). Aufgrund teils erheblicher Unterschiede zwischen Märkten leisten grenzüberschreitende Unternehmenstransaktionen einen zusätzlichen Beitrag zur Effizienz, da sie Kapitalverwendungs- und Korrekturmöglichkeiten international erweitern (Javorcik, 2004; Rossi & Volpin, 2004).

In den letzten Jahren sind staatliche oder staatlich gelenkte Investoren zunehmend als Initiatoren grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen in Erscheinung getreten (Megginson et al., 2021). Ihren Aktivitäten liegen jedoch immer häufiger geopolitische und nicht primär wirtschaftliche Zielsetzungen zugrunde (Kastner, 2007; Aidt et al., 2021).

Ein zentrales Ziel dieser Investoren ist der Erwerb von oder die Beteiligung an kritischer Infrastruktur (z.B. Energie, Telekommunikation oder Verkehr), um strategische Abhängigkeiten zu schaffen (Bencivelli et al., 2023). Strategische Abhängigkeiten bergen erhebliche geopolitische Kosten, da sie es ausländischen Staaten ermöglichen, offene und freie Marktstrukturen sowie die Souveränität des Ziellandes zu untergraben. Konkret könnte beispiels-

weise ein ausländischer Investor die Monopolstellung kritischer Infrastruktur ausnutzen, um Preise zu diktieren, den Wettbewerb zu verzerren (z.B. zugunsten von Unternehmen politischer Unterstützer) oder den Marktzugang zu beschränken (z.B. zulasten von Unternehmen politischer Gegner). In extremen Fällen könnte er die strategische Bedeutung kritischer Infrastruktur nutzen, um das Zielland unter Druck zu setzen und neue Rahmenbedingungen zulasten von dessen Wirtschaft durchzusetzen (Wang et al., 2021).

Ein weiteres Kernziel dieser Investoren ist der strategische Technologietransfer zur Stärkung der eigenen Industrie. Der Erwerb innovativer Unternehmen verschafft Zugang zu Know-how und geistigem Eigentum. Konkret könnten ausländische Investoren den Zugang nutzen, um Technologien mit staatlicher Unterstützung im Herkunftsland kostengünstig zu reproduzieren, Produkte des Ziellandes zu verdrängen und so die relative wirtschaftliche und militärische Stärke ihres Herkunftslandes zu erhöhen. Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass solche Transaktionen den Innovationswillen und den Zugang zu Technologien im Zielland erheblich schwächen (Fors & Kokko, 2001).

Außenwirtschaftliche Investitionskontrollen

Während einige Staaten auf diese Entwicklung mit Beteiligungen an kritischen inländischen Unternehmen oder pauschalen Kapitaleigentumsbeschränkungen für Ausländer reagiert haben, setzen über 100 Staaten auf außenwirtschaftliche Investitionskontrollen (Bourles et al., 2022; Kuc, 2022). Im Rahmen dieser Kontrollen prüfen politische Entscheidungsträger und ihre Behörden, ob eine grenzüberschreitende Unternehmenstransaktion geopolitische Risiken verursachen könnte. Ist dies der Fall, kann die Transaktion untersagt oder mit Auflagen versehen werden (Gerhard, 2018).

Investitionskontrollen gelten als flexibler im Vergleich zu den anderen Maßnahmen, da sie darauf abzielen, den ökonomischen Nutzen grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen zu erhalten, ohne dabei geopolitische Risiken und die damit verbundenen Folgekosten zu vernachlässigen (OECD, 2009). Die ökonomische Begründung für Investitionskontrollen basiert auf der Annahme, dass nur wenige Unternehmenstransaktionen geopolitische Risiken erhöhen und negative Wohlfahrtseffekte verursachen, während die große Mehrheit der Transaktionen geopolitisch unbedenklich ist und zur gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt beiträgt. Es wird daher argumentiert, dass eine pauschale Untersagung grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen ökonomisch nicht zielführend wäre. Gleichzeitig ist es in vielen Fällen mit erheblichen Kosten verbunden, wenn der Staat selbst in strategisch

relevante Unternehmen investiert. Ein vollständiger Verzicht auf Regulierung ist ebenfalls keine Option, da viele der ökonomischen Folgekosten nicht unmittelbar von den Akteuren der Unternehmenstransaktion getragen werden, sondern sich zulasten anderer Marktakteure auswirken. Diese externen Effekte fließen folglich nicht in die individuelle Nutzenkalkulation im Verkaufsprozess ein und werden daher nicht internalisiert (Kastmer, 2007; Mohr & Trebesch, 2025).

Investitionskontrollen sind jedoch keineswegs neu und bestehen in vielen Staaten bereits seit Jahrzehnten. Neu ist hingegen ihre deutliche sektorale Ausweitung in den letzten Jahren. Während sie ursprünglich auf unmittelbar militärisch relevante Bereiche wie den Verteidigungssektor (z. B. Rüstungsunternehmen) beschränkt waren, geraten zunehmend auch Unternehmen aus weiteren Industriesektoren in den Fokus. Dazu zählen beispielsweise Unternehmen, die Teil der kritischen Infrastruktur sind (z. B. Häfen) oder Schlüsselindustrien angehören (z. B. Halbleiterindustrie). Drei Entwicklungen sind hierfür zentral.

Erstens hat sich der Sicherheitsbegriff erheblich erweitert: Militärische, wirtschaftliche und weitere Bedrohungen lassen sich zunehmend schwer voneinander trennen und sind häufig miteinander verflochten (Bader et al., 2025). Sichtbar wird dies etwa an der wachsenden Bedeutung hybrider Bedrohungen (z. B. staatlicher Cyberangriffe gegen zivile Unternehmen) sowie an der zunehmenden Verbreitung von Dual-Use-Technologien.

Zweitens sind nichtmilitärische Schlüsseltechnologien (z. B. Halbleiter oder KI) zu elementaren Produktionsfaktoren neben Kapital und Arbeit geworden, deren Verfügbarkeit zunehmend als Voraussetzung für die Wettbewerbsfähigkeit und damit die faktische Souveränität eines Staates gilt (Mowery & Rosenberg, 1991).

Drittens trägt der schwelende Systemkonflikt zwischen Demokratien und Autokratien zu dieser Entwicklung bei, da demokratische Staaten mit ihrer offenen Marktwirtschaft mehr Angriffsfläche für breit angelegte politisch motivierte Investitionen aus Autokratien bieten (Farrell & Newman, 2019).

Forschung zu den Effekten von Investitionskontrollen

In den Wirtschaftswissenschaften wird die Effektivität und Effizienz von Regulierungen häufig anhand ihrer Auswirkungen auf die allgemeine Wohlfahrt beurteilt. Zunächst wird dabei analysiert, ob und inwieweit die Regulierung das Verhalten der betroffenen Akteure verändert. Anschließend werden die Auswirkungen dieser

Verhaltensänderungen auf die allgemeine Wohlfahrt untersucht. Schließlich wird analysiert, welche Akteure von diesen Veränderungen profitieren und welche benachteiligt werden. Eine solche Bewertung ist aus mindestens zwei Gründen komplex. *Erstens* sind die Wirkungen vieler Regulierungen vielschichtig. Dabei gilt es sowohl direkte, simultane als auch zeitlich gestaffelte Wirkungen in Form von Kausalketten zu berücksichtigen. *Zweitens* ist eine kausale Analyse erforderlich, die zwischen den tatsächlichen Auswirkungen der Regulierung und anderen unabhängigen Entwicklungen unterscheiden kann. Die zentrale methodische Herausforderung an der Stelle besteht darin, dass Regulierung nicht zufällig eingeführt wird, sondern von Faktoren beeinflusst werden kann, die auch ihre Konsequenzen bestimmen können.

Die umfassende, kausale Bewertung der Konsequenzen außenwirtschaftlicher Investitionskontrollen bildet an dieser Stelle keine Ausnahme. Investitionskontrollen können eine Vielzahl von direkten, simultanen als auch zeitlich gestaffelten Konsequenzen auslösen. Sie können zudem gleichzeitig wohlfahrtssteigernde als auch mindernde Konsequenzen haben. Sie betreffen außerdem eine Vielzahl von Marktteilnehmern (z. B. Eigentümer, Wettbewerber oder Regulierungsbehörden) in unterschiedlicher Weise.

Gibt es messbare Reaktionen auf Investitionskontrollen?

Zunächst ist unklar, welche Relevanz Investitionskontrollen tatsächlich haben und ob sie überhaupt messbare Reaktionen hervorrufen. Ereignisstudien bieten an dieser Stelle einen ganzheitlichen Ansatz zur Bewertung der Relevanz aus Kapitalmarktperspektive. Sie analysieren, wie Marktteilnehmer auf relevante Ereignisse (z. B. die Einführung von Investitionskontrollen) reagieren und welche Auswirkungen sie damit verbinden. Sie haben den Vorteil, dass sie sich dabei auf die Erwartungen eines für Investitionskontrollen zentralen Marktteilnehmers konzentrieren: Investoren. Durch den kurzen Beobachtungszeitraum um Ereignisse (z. B. +/- 1 Tag) minimieren sie zudem den Einfluss alternativer Erklärungen.

Die Ereignisstudien von Frattaroli (2020) und Connell und Huang (2014) unterstreichen die wirtschaftliche Relevanz von Investitionskontrollen aus Kapitalmarktsicht. Frattaroli (2020) untersucht Kapitalmarktreaktionen auf die Einführung der außenwirtschaftlichen Investitionskontrolle in Frankreich. Er zeigt, dass betroffene französische Unternehmen im Durchschnitt einen negativen Renditeeffekt von rund 1 % aufweisen. Diese signifikante negative Reaktion deutet darauf hin, dass Investoren insgesamt eher negative Konsequenzen durch die Einführung von Investitionskontrollen erwarten (z. B. aufgrund erhöhter

regulatorischer Kosten). Connell und Huang (2014) analysieren die Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigungen von Transaktionsverboten. Sie konzentrieren sich dabei auf die US-Investitionskontrolle, die bereits Jahrzehnte zuvor eingeführt wurde, und die Wettbewerber der geprüften Unternehmen. Sie zeigen signifikant positive Renditeeffekte von rund 2 % bei den betroffenen Unternehmen. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass es auch Fälle geben kann (z. B. nach Transaktionsverboten durch Investitionskontrollen), in denen Investoren erwarten zu profitieren (z. B. aufgrund kurzfristiger Wettbewerbsvorteile).

Ereignisstudien bieten zwar einen ersten Ansatz zur Bewertung der ökonomischen Relevanz von Investitionskontrollen, beziehen sich jedoch auf einzelne Ereignisse, wodurch Reaktionen stark vom jeweiligen Kontext abhängen können. Sie erfassen zudem grundsätzlich nur die Erwartungen eines bestimmten Akteurs: der Investoren. Die Erwartungen anderer Interessengruppen, wie etwa Mitarbeiter, Verbraucher oder Regulierungsbehörden, werden nicht berücksichtigt, es sei denn, Investoren preisen diese ebenfalls ein.

Da viele Konsequenzen von Investitionskontrollen womöglich indirekt wirken, erst langfristig sichtbar werden oder nicht unmittelbar preisrelevant sind, besteht das Risiko, dass sie nur unvollständig in die Bewertung durch Investoren einfließen (Mohr & Trebesch, 2025). Befragungen sind daher ein zweiter ganzheitlicher Ansatz, um die Reaktionen und Erwartungen anderer Interessengruppen systematisch zu ermitteln. Für viele Interessengruppen wurden jedoch bisher keine Befragungen durchgeführt. Befragungen bei Regulierungsbehörden haben aber ergeben, dass Investitionskontrollen dort als notwendig erachtet und ihr Einsatz als zielgerichtet wahrgenommen wird. Dies steht im deutlichen Gegensatz zu den Befragungen von Investorenvertretern, die kritisieren, dass zu häufig und an der falschen Stelle (z. B. bei unbedenklichen Transaktionen) eingegriffen werde. Da Befragungsergebnisse den Nachteil haben, dass sie strategisch gefärbt sein können, ist es im nächsten Schritt sinnvoll, den Forschungsstand zu den tatsächlichen Konsequenzen für Transaktionen zu analysieren.

Welche Effekte haben Investitionskontrollen auf Transaktionen?

Eichenauer et al. (2024) unterscheiden in diesem Kontext vier mögliche Konsequenzen für Transaktionen: Investitionskontrollen können dazu führen, dass 1) Transaktionen untersagt werden, 2) nur mit Auflagen genehmigt werden, 3) vorzeitig beendet werden oder 4) gar nicht erst zustande kommen. Für die ersten drei Kategorien gibt es einige

deskriptive Evidenz. Die amtliche Statistik zu Investitionskontrollen in den EU-Mitgliedstaaten zeigt, dass in den vergangenen zwei Jahrzehnten nur etwa 20 % der gemeldeten Transaktionen tatsächlich geprüft wurden. Von diesen Transaktionen wurden wiederum nur rund 6 % untersagt, mit Auflagen genehmigt oder abgebrochen (Europäische Kommission, 2021; Eichenauer & Wang, 2024). Auf den ersten Blick erscheint der Anteil der beschränkten oder vorzeitig beendeten Transaktionen mit 1,2 % aller gemeldeten Fälle damit eher gering. Der geringe Anteil kann zum einen dadurch bedingt sein, dass es deutlich mehr geopolitisch unbedenkliche Transaktionen gibt. Er kann allerdings auch an einer unzureichenden Prüffrequenz (z. B. aufgrund begrenzter Prüffressourcen) liegen (Crandall & Winston, 2002). Insgesamt lassen sich diese Zahlen nur schwer einordnen, da es keinen objektiven Maßstab gibt, um zu beurteilen, ob dieser Anteil gering, angemessen oder hoch ist.

Die Bewertung der Relevanz der vierten Kategorie gestaltet sich noch schwieriger, da Transaktionen, die gar nicht erst zustande kommen (z. B. Transaktionen, die bereits vor der Meldung der Transaktion an die Behörden aufgegeben werden), nicht in amtlichen Statistiken erfasst werden. Diese Art von Transaktionen könnte allerdings besonders relevant sein, weil es bei Investitionskontrollen häufig um das Abschreckungspotenzial geht (Bauerle-Danzman & Meunier, 2023). Um sie zu erfassen, verwenden mehrere aktuelle Studien vergleichende Industrie- und länderübergreifende Forschungsdesigns. Sie vergleichen die Anzahl grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen in betroffenen Industriesektoren in Staaten mit Investitionskontrollen mit der in nichtbetroffenen Industriesektoren in denselben Staaten und der in Industriesektoren in Staaten ohne Investitionskontrollen. Diese übergreifenden Forschungsdesigns bündeln zudem die Einführung mehrerer Investitionskontrollen in verschiedenen Sektoren und Staaten innerhalb eines Designs, wodurch das Risiko alternativer Erklärungen, z. B. industrie- oder länderspezifischer Trends, als Ursache der beobachteten Effekte deutlich reduziert wird.

Eichenauer und Wang (2024) zeigen, dass die Einführung von Investitionskontrollen in EU-Mitgliedstaaten in den letzten zwei Jahrzehnten mit einem Rückgang grenzüberschreitender Transaktionen in den betroffenen Sektoren um durchschnittlich 12 bis 16 % pro Jahr einherging. Eine verwandte Studie zu grenzüberschreitenden Unternehmenstransaktionen im Risikokapitalbereich (d. h. z. B. bei Startup-Finanzierungen) zeigt quantitativ sogar noch deutlich stärkere Effekte auf. Konkret schätzen die Autoren, dass im Zeitraum 2007 bis 2022 in der EU zusätzlich zu den 7.200 tatsächlichen Transaktionen etwa 2.000 weitere Unternehmenstransaktionen stattgefunden hätten.

ten, wenn keine Investitionskontrollen eingeführt worden wären. Darüber hinaus legen sie nahe, dass auch genehmigte Transaktionen durch Investitionskontrollen spürbar verändert werden: Sie verzögern sich häufig um mehrere Monate, fallen kleiner aus und es sind oft weniger Investoren beteiligt (Eichenauer et al., 2024). Insgesamt stehen diese Ergebnisse im Einklang mit der bestehenden Literatur, die zeigt, dass strengere Vorschriften für ausländische Investitionen diese stark begrenzen können (Mistura & Roulet, 2019; Albori et al., 2022).

Wie zielgenau sind Investitionskontrollen?

Zentral für die Bewertung der Wohlfahrtseffekte ist allerdings nicht nur die Anzahl, sondern auch die Art der betroffenen Transaktionen. Insbesondere bei der vierten Kategorie, also den Transaktionen, die gar nicht mehr stattfinden, kann es sich um geopolitisch unbedenkliche Transaktionen handeln, die positive Wohlfahrtseffekte haben. Es kann sich aber auch um solche handeln, die explizit durch Investitionskontrollen verhindert werden sollen. Die Vergleichsstudie von Eichenauer und Wang (2024) untersucht daher auch, ob die beobachteten Rückgänge grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen nach Einführung von Investitionskontrollen mit bestimmten Investoreneigenschaften zusammenhängen, z. B. ob Erwerber aus Autokratien kommen oder staatlich kontrolliert sind. Die Ergebnisse zeigen, dass es kaum signifikante Unterschiede in den Effekten je nach Investoreneigenschaft gibt. Die Autoren schlussfolgern daraus, dass Investitionskontrollen auch geopolitisch unbedenkliche Transaktionen verdrängen und damit die Zielgenauigkeit von Investitionskontrollen eher begrenzt ist.

Eine solche Methode zur Unterscheidung zwischen wohlfahrtsfördernden und schädlichen Transaktionen könnte jedoch zu kurz greifen. Zum einen erlauben grobe Charakteristika von Transaktionen (z. B. die Herkunft der Investoren) kaum Rückschlüsse darauf, inwieweit einzelne Transaktionen zur Wohlfahrt beitragen. Transaktionen von Investoren aus Autokratien in Schlüsselindustrien können beispielsweise auch Folgeinvestitionen am Standort auslösen und damit positiv zur Wohlfahrt beitragen. Viel relevanter sind daher die transaktionsspezifische Absicht, die konkrete Ausgestaltung und die langfristigen Implikationen. Solche Faktoren sind jedoch nur schwer objektiv zu messen. Zum anderen könnten Investoren versuchen, die Einstufung ihrer Transaktionen (z. B. durch die Verschleierung der Herkunft) zu beeinflussen. Das hat wiederum Implikationen für die in den Analysen verwendeten Sekundärdaten (Evans & Salinger, 2002).

Eine solche Unterscheidung ist allerdings nicht nur aus wissenschaftlicher Sicht anspruchsvoll, sondern

stellt auch politische Entscheidungsträger vor ähnliche Schwierigkeiten: Obwohl den Behörden häufig mehr Informationen zur Verfügung stehen, bleiben solche Prüfentscheidungen komplex, weil sie unter Unsicherheit, mit unvollständigen Informationen und auf Grundlage qualitativ schwer bewertbarer Faktoren getroffen werden müssen (Kaplow, 2011). Konsistent dazu berichten zuständige Behörden, dass sie regelmäßig erhebliche Schwierigkeiten bei der Einordnung und Prüfung solcher Transaktionen haben.

Zugleich besteht die Kritik, dass politische Erwägungen Einfluss auf die Einstufung von Transaktionen nehmen, was im Widerspruch zu wohlfahrtsökonomischen Zielsetzungen stehen kann. Besonders häufig wird der Vorwurf erhoben, Transaktionsbeschränkungen seien protektionistisch motiviert und zielten primär darauf ab, inländische Unternehmen vor ausländischer Konkurrenz zu schützen (Aktas et al., 2007). Im direkten Zusammenhang mit Investitionskontrollen gibt es dazu jedoch bislang kaum empirische Evidenz. Falls allerdings solche Friktionen bestehen, könnten sie die Zielgenauigkeit und damit die Effektivität von Investitionskontrollen stark beeinträchtigen (Mehta et al., 2020).

Welche Konsequenzen können Investitionskontrollen für Unternehmenswerte haben?

Investitionskontrollen können erhebliche Implikationen für Unternehmenswerte haben, da sie kurzfristig Investitionsentscheidungen beeinflussen und langfristig Markt und Wettbewerbsstrukturen verändern können. Kurzfristig werden Investitionsentscheidungen vor allem durch die direkten Kosten von Investitionskontrollen beeinflusst, da sich die Vertragsparteien, selbst wenn die Wahrscheinlichkeit einer Prüfung gering ist, rechtlich absichern müssen. Diese zusätzlichen Hürden erhöhen nicht nur die Wahrscheinlichkeit, dass eine Transaktion abgebrochen wird, sondern binden auch unternehmerische Mittel, die nicht mehr für produktive Zwecke zur Verfügung stehen (Ince, 2024).

Solche Zusatzanforderungen können nicht nur kurzfristig Transaktionen beeinflussen und Unternehmenswerte belasten, sondern auch mittelbare Auswirkungen auf Markt und Wettbewerbsstrukturen haben (OECD, 2009). *Erstens* entstehen Opportunitätskosten und damit negative Implikationen für Unternehmenswerte, falls Transaktionen nicht mehr durchgeführt werden, obwohl sie wirtschaftlich sinnvoll wären. Ein Hauptgrund für die Verdrängung solcher Transaktionen könnte die erhöhte Unsicherheit rund um Investitionskontrollen sein. Prüfverfahren und deren Ergebnisse sind für Investoren häufig sehr undurchsichtig. Infolgedessen können Marktteilnehmer

häufig schwer einschätzen, inwieweit sie von Investitionskontrollen betroffen sind und entsprechende Kosten deutlich überschätzen (Eichenauer et al., 2024). Zwar gibt es hierzu nur wenig empirische Evidenz, doch Studien in vergleichbaren Kontexten zeigen, dass politische Unsicherheit die wahrgenommenen Kosten erheblich erhöhen, Transaktionen deutlich hemmen und damit Unternehmenswerte spürbar belasten kann (Serdar Dinc & Erel, 2013; Bonaime et al., 2018).

Zweitens können Kosten entstehen, falls Entscheidungen in Investitionskontrollen primär protektionistischen Interessen folgen. Zwar profitieren inländische Unternehmen kurzfristig von Marktanteilsgewinnen (Connell & Huang, 2014), leiden langfristig jedoch unter geringerem Wettbewerbs- und Innovationsdruck.

Drittens entstehen Kosten aufgrund der reduzierten Disziplinierungsfunktion in Märkten, falls geopolitisch unbedenkliche Transaktionen beschränkt werden. Wenn ausländische Investoren nicht mehr die Möglichkeit haben, ineffizient geführte Unternehmen zu erwerben und damit einen disziplinierenden Einfluss auf das Management auszuüben, haben Manager weniger Anreize, sich effizient zu verhalten. Konsistent damit zeigt Frattaroli (2020), dass inländische Investoren auf die Einführung von Investitionskontrollen mit einer Anpassung der leistungsbezogenen Vergütung des Managements reagieren. Er wertet diese Anpassung als Ersatzfunktion, um den geschwächten Disziplinierungsmechanismus zu kompensieren.

Zuletzt steht den möglichen Kosten ein potenziell hoher Nutzen aufgrund reduzierter geopolitischer Risiken gegenüber, denn eine solche Reduktion wirkt sich positiv auf Investitionen und Unternehmensbewertungen aus (Caldara & Iacoviello, 2022; Niepmann & Shen 2024; Iacoviello et al., 2024). Konkrete Evidenz im Zusammenhang mit Investitionskontrollen fehlt allerdings fast vollständig – und das, obwohl der geopolitische Nutzen in der Regel die zentrale Motivation hinter Investitionskontrollen ist. Dieser Nutzen ist jedoch besonders schwer zu quantifizieren, da er meist indirekt, langfristig und nur schwer einzelnen Marktteilnehmern zuordenbar ist (Mohr & Trebesch, 2025). Gleichzeitig ist eine belastbare Quantifizierung zentral, da Zweifel bestehen, ob Investitionskontrollen tatsächlich gezielt abschrecken, angemessen eingesetzt werden und ob ihr Nutzen die potenziellen Kosten rechtfertigt.

Zusammenfassung

Außenwirtschaftliche Investitionskontrollen wurden in vielen Staaten zur Wahrung geopolitischer Interessen bei grenzüberschreitenden Transaktionen eingeführt. Mit der

zunehmenden sektoralen Ausweitung von Investitionskontrollen nehmen jedoch auch die Bedenken hinsichtlich möglicher Marktverzerrungen und politischer Instrumentalisierung zu. Obwohl Investitionskontrollen eher selten direkt ins Marktgeschehen eingreifen, deuten Studien darauf hin, dass bereits ihre bloße Anwendungsmöglichkeit eine erhebliche abschreckende Wirkung entfalten könnte. Unklar bleibt jedoch, wie zielgenau Investitionskontrollen tatsächlich wirken und inwieweit es sich um Verdrängungseffekte wirtschaftlich sinnvoller Transaktionen handelt. Die negativen Unternehmensbewertungen nach der Einführung von Investitionskontrollen könnten mit der zunehmenden Unsicherheit unter Investoren sowie mit Befürchtungen protektionistischer Eingriffe und eingeschränkter Marktkorrekturmechanismen zusammenhängen. Zugleich lässt sich aufgrund der begrenzten Forschung bislang kaum etwas über mögliche Verteilungseffekte sagen (z. B. darüber, ob die entstehenden Kosten auf Beschäftigte abgewälzt werden). Eine umfassende Bewertung erfordert zudem, auch das Ausmaß potenzieller positiver Spillover-Effekte infolge einer Verringerung geopolitischer Risiken systematisch zu erfassen und zu quantifizieren.

Literatur

- Aidt, T. S., Alborno, F. & Hauk, E. (2021). Foreign Influence and Domestic Policy. *Journal of Economic Literature*, 59(2), 426–487.
- Aktas, N., Bodt, E. D. & Roll, R. (2007). Is European M&A Regulation Protectionist? *Economic Journal*, 117(522), 1096–1121.
- Albori, M., Corneli, F., Nispi Landi, V. & Schiavone, A. (2022). The Impact of Restrictions on FDI. *Bank of Italy Occasional Paper*, Nr. 656.
- Bader, J., Löhner, R., Lübbert, L., Mittelstädt, M., Moog, K. & Stette, M. (2025). *Verteidigung in Deutschland Neu Denken: Das Framework Comprehensive Defence*. Defence Network.
- Bauerle-Danzman, S. & Meunier, S. (2023). Naïve No More: Foreign Direct Investment Screening in the European Union. *Global Policy*, 14, 40–53.
- Bencivelli, L., Faubert, V., Gallo, F. L. & Négrin, P. (2023). *Who's Afraid of Foreign Investment Screening?* Banque du France.
- Bonaime, A., Gulen, H. & Ion, M. (2018). Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558.
- Bourles, R., Dorsch, M. T. & Eichenauer, V. Z. (2022). *The Adoption and Diffusion of International Economic Policy: the Case of Foreign Investment Screening* (Technical Report).
- Caldara, D. & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225.
- Connell, P. & Huang, T. (2014). An Empirical Analysis of CFIUS: Examining Foreign Investment Regulation in the United States. *Yale Journal of International Law*, 39, 131–163.
- Crandall, R. W. & Winston, C. (2002). Does Antitrust Policy Improve Consumer Welfare? Assessing the Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 3–26.
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 241–273.
- Eichenauer, V. Z. & Wang, F. (2024). *Mild Deglobalization: Foreign Investment Screening and Cross-Border Investment* (Working Paper).
- Eichenauer, V., Köppl, S. & Köppl-Turyna, M. (2024). Investment Screening and Venture Capital. *Research Paper*, Nr. 30. ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.
- Erel, I., Liao, R. C. & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082.
- Europäische Kommission. (2021). *First Annual Report on the Screening of Foreign Direct Investments into the Union*.

- Evans, D. S. & Salinger, M. (2002). Competition Thinking at the European Commission: Lessons from the Aborted GE/Honeywell Merger. *George Mason Law Review*, 10, 489–532.
- Farrell, H. & Newman, A. L. (2019). Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion. *International Security*, 44(1), 42–79.
- Fors, G. & Kokko, A. (2001). Home-Country Effects of FDI: Foreign Production and Structural Change in Home-Country Operations. In M. Blomstrom & L. S. Goldberg (Hrsg.), *Topics in Empirical International Economics: A Festschrift in Honor of Robert E. Lipsey* (S. 137–162). University of Chicago Press.
- Frattaroli, M. (2020). Does Protectionist Anti-takeover Legislation lead to Managerial Entrenchment? *Journal of Financial Economics*, 136(1), 106–136.
- Gerhard, M. (2018). Mehr Schutz vor ausländischen Direktinvestitionen? *Wirtschaftsdienst*, 98(11), 814–820.
- Guserl, R., Pernsteiner, H. & Brunner-Kirchmair, T. M. (2022). Mergers & Acquisitions. In R. Guserl, H. Pernsteiner & T. M. Brunner-Kirchmair (Hrsg.), *Finanzmanagement: Grundlagen-Konzepte-Umsetzung* (S. 637–677). Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Iacoviello, M., Caldara, D., Penn, M. & Conlisk, S. (2024). *Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation?* (Working Paper).
- Ince, B. (2024). How Do Regulatory Costs Affect Mergers and Acquisitions Decisions and Outcomes? *Journal of Banking & Finance*, 163, 107156.
- Javorcik, B. S. (2004). Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In search of Spillovers through Backward Linkages. *American Economic Review*, 94(3), 605–627.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 5–50.
- Kaplow, L. (2011). On the Optimal Burden of Proof. *Journal of Political Economy*, 119(6), 1104–1140.
- Kastner, S. L. (2007). When do Conflicting Political Relations affect International Trade? *Journal of Conflict Resolution*, 51(4), 664–688.
- Kuc, O. (2022). National Security-related Screening Mechanisms for Foreign Investment: An Analysis of Recent Policy Developments. *UNCTAD Investment Policy Monitor*.
- Meggison, W. L., Lopez, D. & Malik, A. I. (2021). The Rise of State-owned Investors: Sovereign Wealth Funds and Public Pension Funds. *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 247–270.
- Mehta, M. N., Srinivasan, S. & Zhao, W. (2020). The Politics of M&A Antitrust. *Journal of Accounting Research*, 58(1), 5–53.
- Mistura, F. & Roulet, C. (2019). The Determinants of Foreign Direct Investment: Do Statutory Restrictions matter? *OECD Working Papers on International Investment*, Nr. 2019/01.
- Mohr, C. & Trebesch, C. (2025). Geoeconomics. *Annual Review of Economics*, 17, 563–587.
- Mowery, D. C. & Rosenberg, N. (1991). *Technology and the Pursuit of Economic Growth*. Cambridge University Press.
- Niepmann, F. & Shen, L. S. (2024). *Geopolitical Risk and Global Banking* (Working Paper).
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. (2009). *Recommendation of the Council on Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*.
- Rossi, S. & Volpin, P. F. (2004). Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277–304.
- Serdar Dinc, I. & Erel, I. (2013). Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 68(6), 2471–2514.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311.
- UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. (2025, Januar). *Global Investment Trends Monitor* (#48).
- Wang, D., Weiner, R. J., Li, Q. & Jandhyala, S. (2021). Leviathan as Foreign Investor: Geopolitics and Sovereign Wealth Funds. *Journal of International Business Studies*, 52(7), 1238–1255.

Title: *What are the consequences of foreign investment screening?*

Abstract: Many countries have introduced foreign investment screening to protect geopolitical interests in cross-border M&A transactions. As these screenings rapidly expand across countries and sectors, concerns are mounting about potential market distortions and political misuse. Evidence partly confirms these concerns and suggests that even the mere possibility of their application can deter investment and crowd out economically sound transactions. The observed capital market reactions are consistent with increased investor uncertainty, fears of protectionist intervention, and limited market correction mechanisms. At the same time, the geoeconomic benefits of such screenings remain unknown, making it difficult to assess and justify their overall impact.