

# **Hedge-Fonds:**

## **Wichtige Fragen für Gewerkschafter**

### **Ein UNI Global Union-Bericht**

[www.uniglobalunion.org/privateequity](http://www.uniglobalunion.org/privateequity)  
[private.equity@uniglobalunion.org](mailto:private.equity@uniglobalunion.org)

**Herrlich 2008**

---



Verfasser: Steve Davies  
Forschungsbeauftragter  
Cardiff School of Social Sciences

## Vorwort

Wir stehen heute inmitten der schlimmsten weltweiten Finanzkrise seit dem Börsenkrach der 1920er Jahre. Unsere Finanzmärkte sind völlig außer Kontrolle geraten, mit Aufsichts- und Regulierungssystemen, die ihrer Aufgabe in keiner Weise gewachsen sind. In vielen Fällen sind sich nicht einmal die Top-Manager von Finanzinstituten der Folgen ihrer Investitionspolitik betreffend Firmen, die sie verwalten, bewusst. Während offenbar Unwissenheit herrschte, erreichten Sondervergütungen und Gewinne schwindelnde Höhen. Die politischen Entscheidungsträger in der ganzen Welt haben erkannt, dass die heutigen Finanzmärkte einem rechtlichen Niemandsland mit einem hochexplosiven Gemisch neuer Instrumente und Methoden und überholten Regelungen entsprechen. Die Realität hat jetzt zu einer Bruchlandung dieser Finanzmärkte geführt.

Für die Gewerkschaften ist es wichtig, dass sie die neuen Finanzinstrumente, die heute die Finanzmärkte so stark beeinflussen, gut verstehen. UNI Global Union veröffentlicht deshalb diese Einführung in das Thema Hedge-Fonds, nachdem sie bereits entsprechende Berichte über Private Equity und Pensionsfonds-Investitionen in alternative Vermögenswerte veröffentlicht hat.

Die Aktivitäten von Hedge-Fonds sind nun Teil einer allgemeinen globalen Debatte über Besteuerung, Regulierung und Transparenz von alternativem Finanzvermögen. Den Hedge-Fonds stehen riesige Vermögen zur Verfügung, die dazu dienen, für ihre in der Regel bereits superreichen Kunden astronomische Gewinne zu erzielen. Sie sind in der Lage, das Marktverhalten und die Entscheidungen einzelner Unternehmen zu beeinflussen. Wenn die Dinge aber falsch laufen, können die Folgen verheerend sein.

UNI-Mitgliedsorganisationen berichten, wie Hedge-Fonds den täglichen Geschäftsgang der Unternehmen beeinflussen. Diese sind unter der Bezeichnung 'Aktivistische Hedge-Fonds' bekannt. Wenn ein Hedge-Fonds jedoch an allgemeinen Medien- und Verleumdungskampagnen gegen Unternehmen auf der Suche nach dem großen Gewinn beteiligt ist, dann stellen wir oft auch fest, dass diese von einer Manipulation zur Verschlechterung der Arbeitsbedingungen und zum Stellenabbau begleitet sind. Offenbar gehen Hedge-Fonds so vor, dass sie den Investoren hohe Gewinne versprechen, ohne die sozialen Konsequenzen in weiterem Sinne zu berücksichtigen. Während viele Firmen heute Anstrengungen zur Erreichung höherer CSR-Standards unternehmen, ist dies für den größten Teil des Hedge-Fonds-Universums offenbar kein Thema, obwohl die Entscheidungen dieser Fonds das Schicksal von Millionen von arbeitenden Menschen in der ganzen Welt mitbestimmen.

UNI Global Union hat diesen Bericht über Hedge-Fonds in Auftrag gegeben, um unseren Gewerkschaften vor Augen zu führen, welche Auswirkungen diese Fonds auf ihre Mitglieder haben, und um verschiedene Punkte herauszustellen, die für Gewerkschafter zu Besorgnis Anlass geben und daher größte Aufmerksamkeit verlangen.

**Philip Jennings**

UNI Global Union-Generalsekretär

## Hedge-Fonds: Wichtige Fragen für Gewerkschafter

Einleitung .....	3
Hintergrund .....	3
Was sind Hedge-Fonds? .....	4
Was macht Hedge-Fonds attraktiv? .....	7
Hedge-Fonds-Typen .....	7
Unterschiede gegenüber Private Equity-Fonds .....	8
Unterschiede gegenüber offenen Investmentfonds .....	9
Struktur und Beziehungen zu Prime Brokers .....	10
Das Wachstum von Hedge-Fonds .....	12
Die Hauptakteure .....	14
Hedge-Fonds-Standorte .....	15
Hedge-Fonds-Anleger .....	17
Besorgnisse in Bezug auf Hedge-Fonds .....	18
Aktivistische Hedge-Fonds und die Rolle der Fonds-Manager .....	19
Auswirkungen der Retailisierung .....	20
Marktintegrität .....	21
Systemischer Zusammenbruch oder Contagion .....	21
Wichtige Fragen und Anliegen für Gewerkschafter .....	24
Die allgemeine Wirtschaft .....	24
Pensionsfonds .....	25
Steuerfragen .....	25
Gewerkschaftsziele .....	25
Transparenz und Corporate Governance .....	26
Steuerliche Regelungen .....	27
Pensionsfonds .....	28
Arbeitnehmerrechte .....	28
Gewerkschaftliche Maßnahmen .....	29
Untersuchungen und Schulung .....	30
Gesetzesbestimmungen – Rechte und Regulierung .....	30
Dialog, Kampagne und Initiativen für Verhandlungen .....	32
Quellenangaben .....	33

## **Einleitung**

Im April 2005 verglich der damalige SPD-Vorsitzende Franz Müntefering die Hedge-Fonds in einer denkwürdigen Debatte mit 'Heuschreckenschwärmen, die über Unternehmen herfallen, sie abgrasen und dann weiterziehen' (Evans-Pritchard, 2005).

Dieses Papier enthält eine Zusammenstellung von Informationen und Erklärungen zu Hedge-Fonds und erwähnt allgemeine Anliegen und Fragen, die für Gewerkschafter von besonderer Bedeutung sind. Diese Untersuchung ist Teil der Anstrengungen, die die internationale Gewerkschaftsbewegung unternimmt, um 'Licht auf das Hedge-Fonds-Phänomen zu werfen'.

## **Hintergrund**

Die 'Finanzialisierung' der Weltwirtschaft (Vorherrschaft der Finanzwirtschaft) ist eines der wichtigsten Merkmale der Weltwirtschafts-Entwicklung der letzten dreißig Jahre. Die Definition von Dore (2007: 116-117) wird häufig gebraucht. Er beschreibt das Phänomen wie folgt:

'Unter Finanzialisierung versteht man die zunehmende Dominanz der Finanzwirtschaft in der gesamten Wirtschaftstätigkeit, der Controller in der Unternehmensführung, der Finanzanlagen im Rahmen der Gesamtaktiva, der börsenfähigen Wertpapiere und insbesondere der Aktien bei den Finanzanlagen, des Aktienmarkts als Markt für die Unternehmenskontrolle bei der Festlegung der Unternehmensstrategien und der Schwankungen am Aktienmarkt als Determinante für die Konjunkturzyklen'.

Diese Verknüpfung von Ländern durch grenzüberschreitende Finanz-Holdings (IMB, 2007a: 4) wurde durch die Entwicklung des Kapitalmarktes nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems ab Mitte der 1980er Jahren erleichtert. Die Regierungen im OECD-Raum und darüber hinaus hoben die Devisenkontrollen auf, bauten die Schranken für Ausländer im Bankensektor und auf den Aktienmärkten ab und erlaubten den Handel mit neuen Finanzinstrumenten (Lutz, 2005: 144; Glyn, 2006: 65).

Die Verfasser eines Berichts für die sozialistische Fraktion im Europäischen Parlament (PSE, 2007: 31) erklären, dass der Kapitalismus verschiedene Phasen durchlief, die etwa wie folgt beschrieben werden können:

- Familieneigener Kapitalismus
- Manager-Kapitalismus
- Shareholder-Value-Kapitalismus und schließlich
- Finanzmarkt ('fund-driven')-Kapitalismus

Gemäß diesem Modell sind wir nun in dieses letztgenannte Kapitalismus-Entwicklungsstadium eingetreten, 'in dem die reale Wirtschaft immer stärker von den operativen Prinzipien der Finanzmärkte beherrscht wird' (PSE, 2007: 32). Der Beratende Gewerkschaftsausschuss der OECD, TUAC (2007: 3) erklärt, dass Dores Definition der Finanzialisierung in nur gerade fünf Jahren von den Ereignissen überholt wurde – namentlich durch die wachsende Bedeutung 'alternativer' Investitions-Vehikel, wie Private Equity und Hedge-Fonds.

## **Was sind Hedge-Fonds?**

Hedge-Fonds sind nicht neu, wie ein Branchenbeobachter (Bush, 2006) bemerkte, aber sie sorgen für schlechte Schlagzeilen. Alfred W. Jones, eine ehemaliger Finanzjournalist, soll Hedge-Fonds im Jahre 1949 marktfähig gemacht haben (Farrell u. a., 2007: 97). Sie profilierten sich jedoch erst in den 1980er Jahren mit dem Auftreten von Persönlichkeiten wie George Soros, der berühmt wurde, als sein Quantum Fund gegen die Überbewertung des britischen £ spekulierte und gewann.

Es gibt keine allgemein gültige Definition von Hedge-Fonds<sup>1</sup>. Das kürzlich gebildete UK Hedge Fund Supervisory Board (HFSB) (2008) erklärt, der Begriff sei ursprünglich für die Beschreibung einer Investitionsform verwendet worden, bei der Investoren eine Performance-Gebühr belastet, der Gewinn über eine Leverage gesteigert und das Risiko durch Short-Selling (Leerverkäufe) verringert wurde. Es sind Investmentfonds, die Kredite aufnehmen, mit dem Ziel, ihren Investment-Pool und damit (so hofft man) ihre Erträge für die Investoren anzukurbeln; um ihre Einsätze abzusichern investieren diese Fonds zudem gegen den allgemeinen Markttrend. Beim Short Selling wird mit dem rückläufigen Wert eines bestimmten Wertpapiers Geld gemacht<sup>2</sup>. Die HFSB weist jedoch auch darauf hin, dass diese Beschreibung für die meisten, aber nicht für alle Hedge-Fonds zutrifft. Der Internationale Gewerkschaftsbund (IGB) (2007: 14) hat mit seiner Beschreibung etwas Klarheit in die Verwirrung um diesen Begriff gebracht: er beschrieb Hedge-Fonds als 'Investoren, die versuchen, dass schnelle Geld zu machen, indem sie in alles Mögliche spekulieren'.

Die Europäische Zentralbank (EZB) (2005: 8) bestätigt, dass es keine allgemein gültige Definition gibt, bemerkt jedoch, dass der Begriff  
'einen Fonds beschreibt, dessen Manager performancebezogene Honorare erhalten und beliebig aktive Investmentstrategien einsetzen

---

<sup>1</sup> Die US Securities & Exchange Commission erwähnt auf ihrer Website mehrere, leicht unterschiedliche Definitionen: <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>

<sup>2</sup> Ein stark vereinfachtes Beispiel für ein 'Short-Selling'-Verfahren: einer Person A (Hedge-Fonds) wird von Person B (Makler) ein Tisch geliehen. Person A verkauft den Tisch für £100. Bis zum Zeitpunkt, zu dem Person A den Tisch zurückgeben muss, ist der Preis für Tische auf £50 gesunken, somit betragen die Kosten für den Ersatz, die von A bezahlt werden, die Hälfte des Preises zum Zeitpunkt der Leihgabe, was in einem beachtlichen Gewinn resultiert. Das Ganze funktioniert aber nur dann, wenn Person A die korrekte Prognose stellt, d. h. dass der Preis der Tische sinken wird. Wenn der Preis hingegen auf über £100 ansteigen würde, hätte dies für Person A einen Verlust zur Folge und er müsste der Person B einen teureren Tisch kaufen.

können, um positive absolute Erträge zu erzielen, wobei sie eine Kombination von Hebeleffekten (leverage), Derivaten, langfristigen und kurzfristigen Wertpapier-Positionen oder anderen Vermögenswerten auf einer Vielfalt von Märkten wählen'.

Ein typischer Hedge-Fonds ist eine Teilhaberschaft mit begrenzter Haftung, die im Namen vermögender Privatpersonen und institutioneller Investoren Anlagen tätigt. Der Fonds erhebt bei den Investoren in der Regel jährlich eine Gebühr in der Höhe von 2% des Vermögenswertes plus zusätzliche 20% aller positiven Leistungen - im Gegensatz zu einem typischen UK Unit Trust, der rund 1,5% des jährlich verwalteten Vermögens belastet (Warwick-Ching, 2006).

International Financial Services, London (IFSL, 2007a), stellt einige besondere Hedge-Fonds-Merkmale heraus, z. B. ihre Befreiung von zahlreichen Anlegerschutz- und Offenlegungs-Regeln, da sie meistens offshore domiziliert sind oder lockeren Onshore-Regelungen unterstehen; dann sind sie extrem flexibel in Bezug auf Investitions-Optionen; sie müssen unabhängig vom Marktumfeld positive absolute Renditen erzielen, und das Fondsmanager-Honorar ist performanceabhängig, wobei Manager oft ihr eigenes Geld in den Fonds investieren. Diese Fondsmanager können Riesensummen verdienen. Nach Angaben des AFL-CIO kassierten die 25 Hedge-Fonds-Top-Manager im Jahr 2006 14 Milliarden USD (AFL-CIO, 2007). Zur Ergänzung der obigen Liste muss erwähnt werden, dass Hedge-Fonds in der Regel eine hohe Kapitaleinlage verlangen – im Jahr 2007 wurde diese von 1 Mio. US\$ auf 2,5 Mio. US\$ erhöht (ausschl. Kapital in Immobilien oder Unternehmen) (IGB, 2007: 14) - wodurch gewöhnliche private Anleger - mit Ausnahme der Superreichen - ausgeschlossen wurden.

Die Europäische Zentralbank weist darauf hin, dass Hedge-Fonds - im Gegensatz zu vielen anderen gepoolten Anlageinstrumenten - intensiv von Leerverkäufen, Hebeleffekten und Derivaten Gebrauch machen, doch selbst diese Attribute sind nicht nur den Hedge-Fonds vorbehalten. Der wesentliche Unterschied besteht nach Auffassung der EZB (2005: 7) darin, dass 'Hedge-Fonds in der Wahl ihrer Anlageinstrumente oder -Strategien in keiner Weise beschränkt sind, da sie keinen oder nur sehr lockeren Regelungen unterstehen'. Die EZB fasst die wichtigsten Hedge-Fonds-Merkmale wie folgt zusammen (siehe nachfolgende Tabelle 1):

**Tabelle 1: Typische Merkmale von Hedge-Fonds**

Renditeziele	Positive absolute Erträge unter allen Marktbedingungen. Oft setzen Manager ihr eigenes Geld ein, weshalb die Kapital-Erhaltung wichtig ist.
Investmentstrategien	Großer Anlage-Spielraum und freie Wahl von Anlagetechniken und Instrumenten, inkl. Leerverkäufen, Leverage und Derivaten.
Anreizstruktur	Üblich sind 1-2% Management- und 15-25% Performance-Gebühren. Oft gelten 'High Water-Marks' (Performance Gebühren werden nur auf Erträgen, die einen effektiven Wertzuwachs darstellen, erhoben) und/oder Prämienzahlungen an Manager erfolgen erst nach Überschreitung eines bestimmten Schwellenwerts.
Zeichnung/Tilgung	Vordefiniertes System für viertelj. oder monatl. Zeichnungen/Tilgungen. Bis zu 1 Jahr Bindungsfrist bis zur ersten Tilgung. Einige Hedge-Fonds suspendieren das Rücknahmerecht unter besonderen Umständen.
Sitz	Offshore-Finanzzentren mit niedrigen Steuersätzen und lockeren Aufsichtsregimen, und einige andere Onshore-Finanzzentren.
Rechtsstruktur	Private Investmentpartnerschaft, die eine durchlaufende steuerliche Behandlung erlaubt, oder Offshore-Investmentfirmen. Master-Feeder-Sys. möglich für Anleger mit unterschiedl. Steuerstatus, die in einem Master-Fonds gepoolte Onshore- oder Offshore-Feeder-Fonds wählen.
Manager	Fondsmanager nicht in allen Fällen von Finanzkontrollbehörden zugelassen oder überwacht. Manager sind allgemeine Partner in Partnerschafts-Abkommen.
Anlegerbasis	Vermögende Einzelpersonen und institutionelle Anleger. Hohe Mindest-Investitionen. Öffentlicher Zugang ist beschränkt. Wertpapieremissionen in Form von Privatplatzierungen.
Regulierung	Im allg. minimale oder keine regulator. Aufsicht aufgrund ihres Offshore-Domizils oder des 'Light Touch'-Vorgehens der Onshore-Regulatoren; von vielen Anlegerschutz- und Offenlegungsregeln ausgenommen.
Offenlegung	Freiwillige od. stark begrenzte Offenlegungspflichten, im Gegensatz zu registrierten Investmentfonds.

Quelle: EZB (2005: 7)



## Was macht Hedge-Fonds attraktiv?

Der wichtigste Anziehungspunkt der Hedge-Fonds für Investoren ist das Argument, dass ihre Methoden erlauben, für die Anleger ungeachtet der allgemeinen Marktentwicklung Erträge zu erzielen. Hedge-Fonds geben Anlegern Zugang zu einer breiten Palette von Portfolio-Diversifizierungs-Strategien und zu neuen Anlageinstrumenten (McVea, 2007: 737). Nach Auffassung bestimmter Kreise können sie mit weniger Risiko mehr Rendite als traditionelle Aktien generieren (Ferguson und Laster, 2007: 47). Die gleiche Quelle besagt jedoch, dass 'Hedge-Fonds-Indizes die Erträge oft überbewerten und die Risiken unterschätzen (Ferguson und Laster, 2007:48). Der Zugang zu zuverlässigen Hedge-Fonds-Performance-Daten ist problematisch, was Christian Noyer (2007: 106), Gouverneur der Banque de France, zu der Aussage veranlasste:

Viele der theoretischen Hedge-Fonds-Gewinne realisieren sich in der Praxis vielleicht nicht. Unzählige Untersuchungen haben sich mit Fragen der Hedge-Fonds-Performance befasst. Nicht alle Ergebnisse sind überzeugend, zum Teil aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit und Datenzuverlässigkeit.

Befürworter glauben, dass abgesehen von den Gewinnen für einzelne Investoren auch allgemeine Vorteile mit der Tätigkeit von Hedge-Fonds verbunden sind. Ferguson und Laster (2007: 45, 48) behaupten, dass Hedge-Fonds 'die Robustheit der Märkte durch die Bereitstellung attraktiver Investitionsalternativen und eine verbesserte Risikoverteilung mehrfach fördern. Hedge-Fonds übernehmen auch Risiken, die andere Marktteilnehmer zurückweisen, schaffen Liquidität und helfen mit, Preiskorrekturen bei schlecht bewerteten Anlagen vorzunehmen. Durch diese zusätzliche Liquiditätsquelle für Finanzmärkte bieten Hedge-Fonds gemäß McVea (2007: 715) 'Chancen für ein beschleunigtes Wirtschaftswachstum und mehr Finanzmarkt-Stabilität. Durch ihre Bereitschaft, Risiken zu übernehmen und Transaktionskosten zu senken, fördern sie den Kapitalbildungsprozess, die die Kapitalaufnahme erleichtert und verbilligt (McVea, 2007). Der frühere Vorsitzende der US Federal Reserve, Alan Greenspan, befürwortete Hedge-Fonds mit dem Argument, dass ihr Arbitragegeschäft (Nutzung von Preisdiskrepanzen auf verschiedenen Märkten) die Markteffizienz steigert und Fluidität und Flexibilität des Finanzsystems gewährleistet (Plender, 2005).

## Hedge-Fonds-Typen

Hedge-Fonds lassen sich je nach ihrer Investmentstrategie aufgliedern (EZB, 2005: 8-10):

- Direktionale Strategien
- Marktneutrale Strategien
- ereignisorientierte Strategien

- Dach-Hedge-Fonds (fund of (hedge) funds (FOHFs))

Direktionale Strategien versuchen, Kursbewegungen zu antizipieren. Zum Ausgleich der damit verbundenen Risiken und Hebeleffekte bieten sie hohe Gewinne. Als Beispiel können die 'Makro-Hedge-Fonds' genannt werden, die nach einem Top-Down-Prinzip funktionieren und wichtige Wirtschafts-Trends oder -Ereignisse nutzen. Weitere direktionale Fonds umfassen Schwellenländer-Hedge-Fonds und direktionale Fonds mit regionaler Ausrichtung, die den 'Bottom-Up-Ansatz' favorisieren, einzelne Vermögenswerte auf bestimmten Märkten auswählen und Ineffizienzen auf den sich entwickelnden Märkten suchen.

Marktneutrale Hedge-Fonds, auch Arbitrage- oder Relativ-Wert-Fonds bezeichnet, suchen nach Relativwerts- oder Arbitragemöglichkeiten, um Vorteile aus Marktpreisunterschieden zu ziehen und dabei das Risiko marktweiter Schwankungen zu umgehen.

Ereignisorientierte (Event Driven) Strategien versuchen, aus besonderen Situationen in einem Unternehmen, wie z.B. Fusionen und Übernahmen, Umstrukturierungen oder Konkursen, Kapital zu schlagen. Fusions-Arbitrage würde normalerweise bedeuten, dass Aktien in der Zielgesellschaft gekauft und Aktien in der übernehmenden Gesellschaft verkauft werden. Besonders in Bezug auf diese 'aktivistischen' Hedge-Fonds haben Arbeitnehmer und ihre Gewerkschaften Bedenken.

Dach-Hedge-Fonds (FOHF) investieren im Gegensatz zu Einzel-Hedge-Fonds in mehrere verschiedene Hedge-Fonds und versprechen aufgrund ihrer Diversifizierungsvorteile eine geringere Volatilität. Investoren, die die Kriterien für Einzel-Hedge-Fonds nicht erfüllen, können auf das Dach-Fond-Modell zurückgreifen. Mit anderen Worten sind diese FOHF auch Privaten, und nicht nur superreichen Personen zugänglich. Die Gebühren sind in der Regel geringer als bei Einzelfonds und bieten monatliche oder vierteljährliche Tilgung, was institutionellen und privaten Anlegern passt (EZB, 2005: 8). Schließlich gibt es eine dritte Fonds-Gruppe, die als F3 (Fonds der Dach-Hedge-Fonds) bezeichnet wird, die geringere Risiken eingeht, als Dach-(F2) oder Einzel-(F1)-Hedge-Fonds.

Zwei Investitionsformen unterscheiden sich klar von den Hedge-Fonds, und zwar:

- Private Equity-Fonds
- Offene Fonds

## **Unterschiede gegenüber Private Equity-Fonds**

Hedge-Fonds werden oft mit Private Equity-Fonds zusammengefasst, obwohl große Unterschiede zwischen diesen in Bezug auf Investitionstyp, Liquidität der

Investoren, Kapitalbeiträge, Verwaltungsgebühren und performancebasierte Entschädigung bestehen (siehe Tabelle 2).

Die Verfasser des PSE-Papiers (2007: 34) weisen darauf hin, dass Hedge-Fonds bisher in der Regel kurzfristig investierten, ohne Eigentumsrechte auszuüben, im Gegensatz zu den Private Equity-Fonds, die solche Rechte oft ausüben, und dass sich diesbezüglich seit einigen Jahren Änderungen abzeichnen, in dem Sinne, dass die beiden Arten von alternativen Investitionen nun enger miteinander verbunden sind.

**Tabelle 2: Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds**

	<b>Hedge-Fonds</b>	<b>Private Equity-Fonds</b>
<i>Laufzeit</i>	unbegrenzt	üblicherweise 10-12 Jahre
<i>Typ der Investition</i>	Relativ liquid	illiquid
<i>Investorliquidität</i>	Offener Fonds, periodische Rücknahmen sind möglich	Geschlossene Fonds
<i>Kapitalbeiträge</i>	100%iger Beitrag am Tag der Zeichnung	Gestützt auf Kapital-Engagement
<i>Verwaltungsgebühren</i>	Gestützt auf Netto-Vermögenswerte	Gestützt auf Kapital-Engagement
<i>Performancebasierte Vergütung</i>	Anreiz-Gebühr, wird jährlich auf realisierten und nicht realisierten Gewinnen erhoben	auf realisierten Investitionen übertragener Zins

Quelle: IFSL (2007a)

Trotz dieser Unterschiede sind Private Equity- und Hedge-Fonds eng miteinander verbunden (IGB, 2007: 11). Hedge-Fonds stellen häufig Mittel bereit (über Unternehmensanleihen), die Private Equity-Fonds für den Kauf von Firmen benutzen. Sie investieren auch auf dem Leveraged Loan-Markt auf ihrer Suche nach hohen Gewinnen und treiben dadurch indirekt Private Equity-Buy-Outs an.

### **Unterschiede gegenüber offenen Investmentfonds**

Offene Investmentfonds (Mutual Funds) sind ebenfalls kollektive Investmentfonds. Sie sammeln Geld von (oft kleinen) Investoren ein, um ein diversifiziertes Portfolio mit Aktien, Obligationen und anderen Wertpapieren zu schaffen. Jeder Anleger ist Anteilseigner im Fonds und am Gewinn oder Verlust des Fonds beteiligt. Die Anteile können bei Bedarf abgelöst werden. Sie unterscheiden sich klar von Hedge-Fonds (und zwar noch stärker als Private

Equity-Fonds). Die sozialistische Fraktion im EP (PSE, 2007: 36) fasst die Unterschiede wie folgt zusammen:

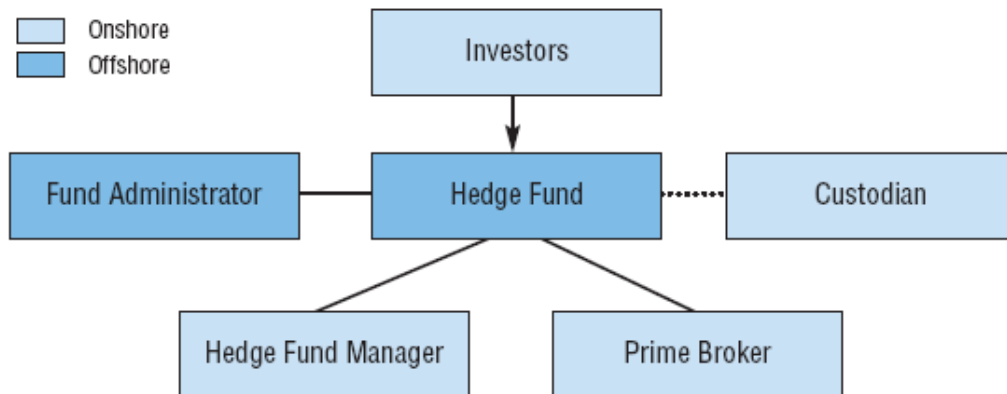
- Offene Investmentfonds sind streng geregelt und ihre Anlageoptionen sind begrenzt.
- Offene Investmentfonds werden nach ihrer relativen Performance, gestützt auf einen Bezugswert, z.B. einen Marktindex (z.B. FTSE 100) oder im Vergleich zu anderen offenen Fonds beurteilt. Von Hedge-Fonds wird ein absoluter Ertrag erwartet (Investoren werden unabhängig der Marktentwicklung vergütet).
- Offene Investmentfonds vergüten Manager in % des verwalteten Vermögens, während Hedge-Fonds den Managern performanceorientierte Gebühren zahlen.
- Hedge-Fonds haben viel höhere Einstiegsanforderungen (Mindestinvestition: 1 Mio.\$), als offene Fonds. Nur ein geringer Teil des Investitionskapitals offener Fonds ist managereigenes Kapital.
- Offene Fonds sind der breiten Öffentlichkeit zugänglich - im Fall von Hedge-Fonds ist dieser Zugang Restriktionen unterworfen.

Wir könnten ergänzend hinzufügen, dass regulierte Fonds ihre Politik nur mit der Zustimmung der Investoren verändern können, sie haben unabhängige Direktoren, Treuhänder, Wirtschaftsprüfer oder Verwalter, die den Fonds und seine Manager beaufsichtigen und rechtzeitig geprüfte Abschlüsse gewährleisten.

## **Struktur und Beziehungen zu Prime Brokers**

Hedge-Fonds sind üblicherweise gemäß Abbildung 1 strukturiert. Abgesehen von den Riesen- Fonds sind die meisten Hedge-Fonds relativ klein, mit einem Kapital von weniger als 100 Mio. US\$ (EZB, 2005: 20) der verwalteten Vermögenswerte und relativ wenig Mitarbeitern. Entscheidungen in Bezug auf Finanzinstrumente und Risikomanagement werden in der Regel innerhalb des Fonds getroffen, während operative Aufgaben an externe Provider (Prime Brokers - in der Regel Investmentbanken) ausgelagert werden (PSE, 2007: 36). Die Zahl ihrer Investoren ist begrenzt; es handelt sich dabei meistens um Großanleger.

**Abbildung 1: Struktur eines typischen Hedge-Fonds**



Note: Dashed line indicate optional relationships

Quelle: PSE (2007: 37)

Das Dienstleistungsangebot der Prime Broker ist umfassend; dazu gehören zum Beispiel Securities Lending, Clearing sowie Verwaltungs- und Handelsdienstleistungen. (IFSL, 2007b). Grossbanken sind stark daran interessiert, Prime Brokerage-Dienste für Hedge-Fonds-Kunden anzubieten, da die Gewinnmargen im traditionellen Geschäftsbereich stark schrumpften. Plender (2005) ist der Meinung, dass der Wettbewerb zu einer 'Untergrabung von Kredit-Standards geführt hat', und er zitiert eine im Rahmen einer Erhebung befragten Person, die Prime Brokerage als 'Crack Kokain des Finanzsystems' bezeichnete. Schätzungen zufolge stammen nun 25% der Investmentbank-Einnahmen aus Hedge-Fonds (Credit Suisse First Boston, 2005: 11). Chan u. a. (2005: 1) sprechen von einer 'symbiotischen Beziehung' zwischen Hedge-Fonds und Banken, was bedeutet, dass letztere stark vom Schicksal der Hedge-Fonds betroffen sind.

**Tabelle 3: Weltweit größte Prime Broker**

<b>2006</b>	<b>Gesamte Kunden- Vermögenswerte (%)</b>
Morgan Stanley	22
Bear Stearns	19
Goldman Sachs	17
UBS	7
Credit Suisse	5
Citigroup	4
Merrill Lynch	3
Deutsche Bank	3
Lehman Brothers	2
JP Morgan	2

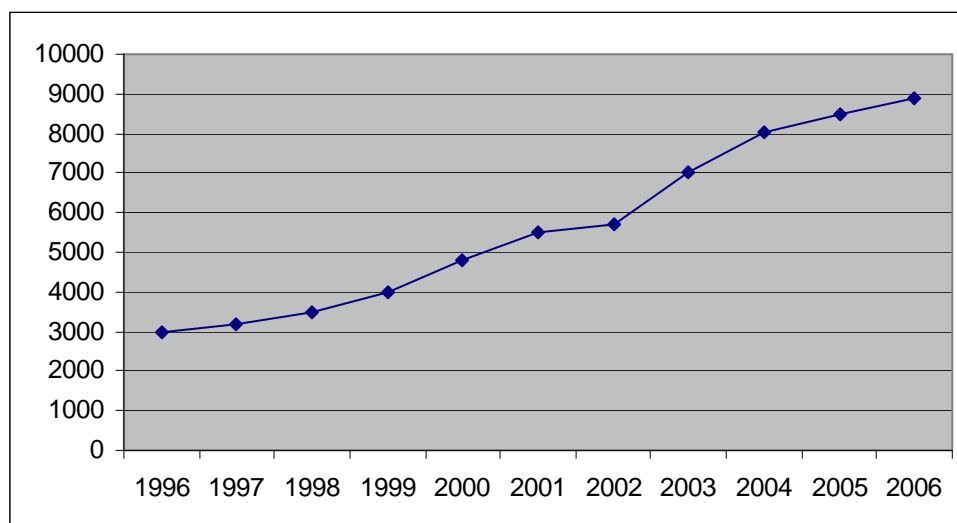
Quelle: Institutional Investor, von IFSL zitiert (2007b)

## **Das Wachstum von Hedge-Fonds**

Wie McVea (2007: 737) erklärt, stellten Hedge-Fonds-Investitionen Anfang der 1990er Jahre noch eine Randtätigkeit für einige wenige superreiche Anleger dar; und innerhalb von ein paar Jahren verzeichneten sie ein spektakuläres Wachstum, so dass sie als etablierte Investitionsform betrachtet werden, die Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger nutzen möchten. Im Jahr 1990 betragen die globalen Hedge-Fonds-Investitionen rund 50 Mrd.\$\$. Bis 2004 ist diese Zahl auf rund 1 Billion US\$ angestiegen (Malkiel and Saha, 2005: 80). Dieses Wachstum ist zweifellos enorm, doch sei darauf hingewiesen, dass die globale 'Mutual Funds'-Branche heute über 18 Billionen US\$ Vermögenswerte verwaltet. (OECD, 2007: 21).

Die Zahl der Hedge-Fonds hat sich im letzten Jahrzehnt verdreifacht, und ihre Gesamtvermögenswerte haben sich um einen Faktor 11 erhöht. (siehe Abbildungen 2 und 3). Das Wachstum der Hedge-Fonds (ebenso wie das der Private Equity-Fonds) wurde mit der 'globalen Geldschwemme' in Verbindung gebracht (RENGO, 2007: 1) – Verfügbarkeit billiger Kredite aufgrund mehrerer Faktoren: Auswirkungen steigender Ölpreise; wachsende Devisenreserven der Schwellenländer; Finanzinstitute und Rentenfonds, die neue Anlageformen wie Hedge-Fonds wählen, die bisher reichen Einzelpersonen vorbehalten waren.

**Abbildung 2: Anzahl globale Hedge-Fonds, 1996-2006**

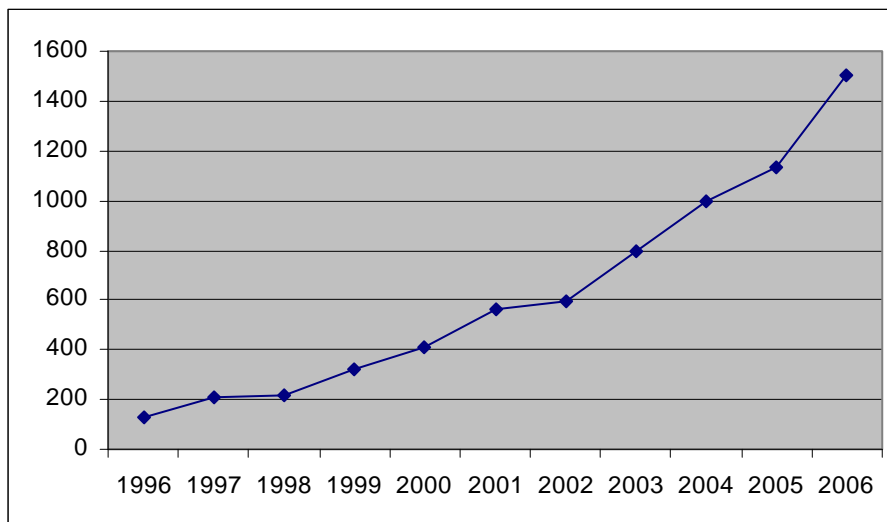


Quelle: Hennessee Group LLC; IFSL-Schätzungen für 2005, zitiert von der IFSL (2007b)

Hedge-Fonds verzeichneten in den letzten Jahren zwar ein massives Wachstum, doch übertrifft ihr heutiger Markteinfluss dieses Wachstum bei weitem, und dies aus mehreren Gründen: Erstens machen sie ausgiebig von Hebeleffekten (Schulden) und Derivativen Gebrauch - US-Anleger Warren Buffet bezeichnet sie als 'finanzielle Massenvernichtungswaffen', die heute zwar noch 'schlafend', aber möglicherweise 'tödlich' sind (Berkshire Hathaway, 2003: 15).

Schätzungen zufolge haben diese Fonds Leverage-Niveaus von 4/5, was bedeutet, dass sie das Vier- bis Fünffache der aufgenommenen Summe wieder ausleihen (und investieren) können. Zweitens setzen sie ihre Portfolios häufiger um, als Mainstream-Fonds, weshalb der Anteil ihrer Handelsvolumen denjenigen der verwalteten Vermögenswerte übersteigt. In den USA und im Vereinigten Königreich machen die Hedge-Fonds-Aktivitäten zwischen 40% und 70% des täglichen Handelsvolumens auf den Aktienmärkten aus (Woolley, 2004). Drittens ist die Anlageform ebenso wichtig wie der Umfang der Investitionen. Dies fördert aggressive Investitionsstrategien, die in Erwartung höherer Gewinne mehr Risiko eingehen.

**Abbildung 3: Globale Hedge-Fonds: Gesamtvermögenswerte 1996-2006 (Mrd. US\$)**



Quelle: Hennessee Group LLC; IFSL-Schätzungen für 2005, zitiert von IFSL (2007b)

## Die Hauptakteure

**Tabelle 4: Die größten Hedge-Fonds und Dach-Hedge-Fonds**

<b>Größte Hedge-Fonds (Ende-2006)</b>	<b>Mrd.\$</b>
1. JPMorgan Asset Management	34.0
2. Goldman Sachs Asset Management	32.5
3. Bridgewater Associates	30.2
4. D.E. Shaw Group	26.3
5. Farallon Capital Management	26.2
6. Renaissance Technologies Corp.	24.0
7. Och-Ziff Capital Management	21.0
8. Cerberus Capital Management	19.2
9. Barclays Global Investors	18.9
10. Man Investments Limited	18.8

<b>Größte Dach-Hedge-Fonds (Ende-2005)</b>	<b>Mrd.\$</b>
1. UBS Global Asset Management	45.0
2. Man Investments	35.6
3. Oaktree Capital Management	35.6
4. Union Bancaire Privee	20.8
5. HSBC Private Bank	20.2

Quelle: HedgeFund Intelligence, Institutional Investor, zitiert von IFSL (2007b)



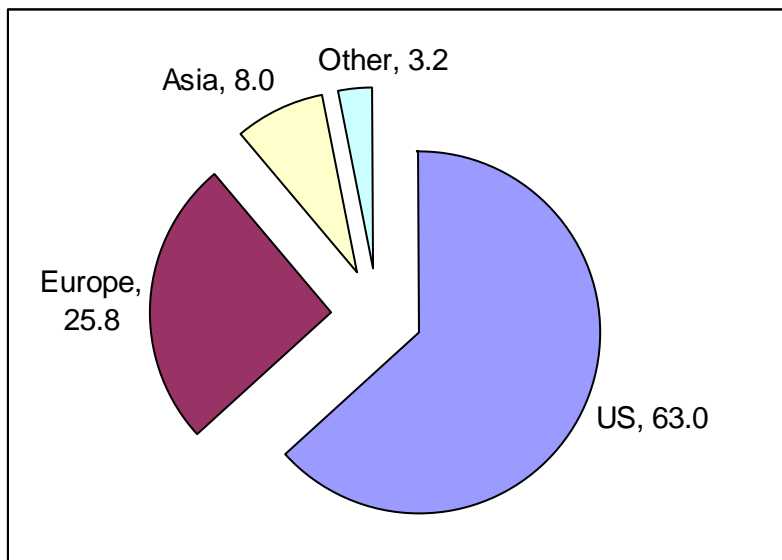
## Hedge-Fonds-Standorte

Die Hedge-Fonds-Branche wird in erster Linie von amerikanischen und britischen und in geringerem Maße von französischen Managern/Partnern dominiert. New York und London sind die wichtigsten Zentren für Hedge-Fonds-Manager. Die Fonds selbst haben ihren Sitz aus Steuergründen oft in Steuerparadiesen: Cayman-Inseln, British Virgin Islands, Bermudas und Bahamas. Auf dem Onshore-Markt gelten für diese Fonds stark gelockerte Regeln.

Nachdem sie vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich ihren stärksten Impact hatten, breiten sie sich nun auf der ganzen Welt aus, stellt der IGB fest (2007: 11):

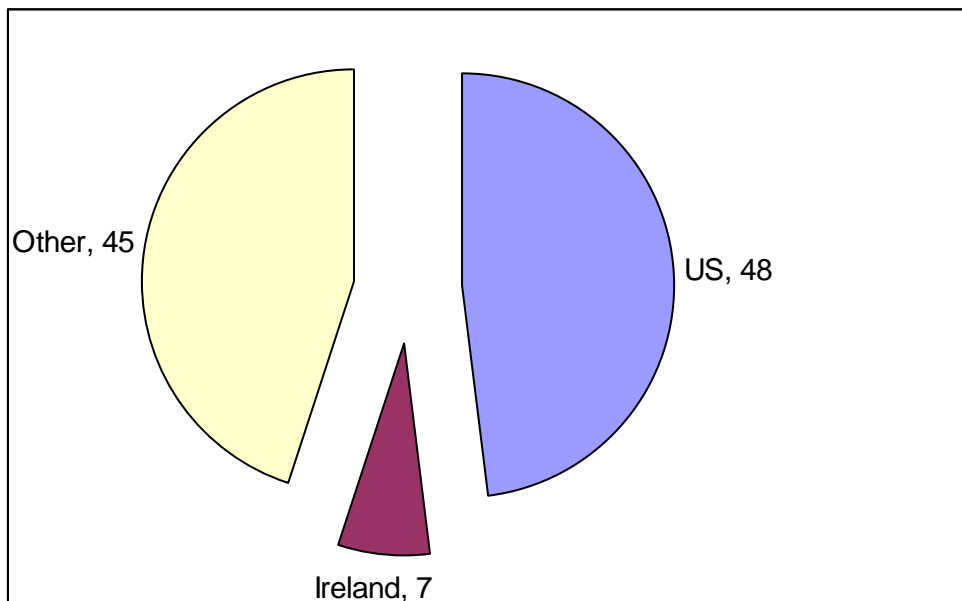
Wenn frühere Phänomene des Kapitalismus als Richtschnur gelten können, wird sich die Finanzialisierung schon bald auf die Mehrheit der Schwellen- und Entwicklungsländer ausdehnen, und dies ist vielleicht bereits geschehen.

**Abbildung 4: Regionale Aufgliederung globaler Hedge-Fonds-Vermögenswerte 2006 (%)**



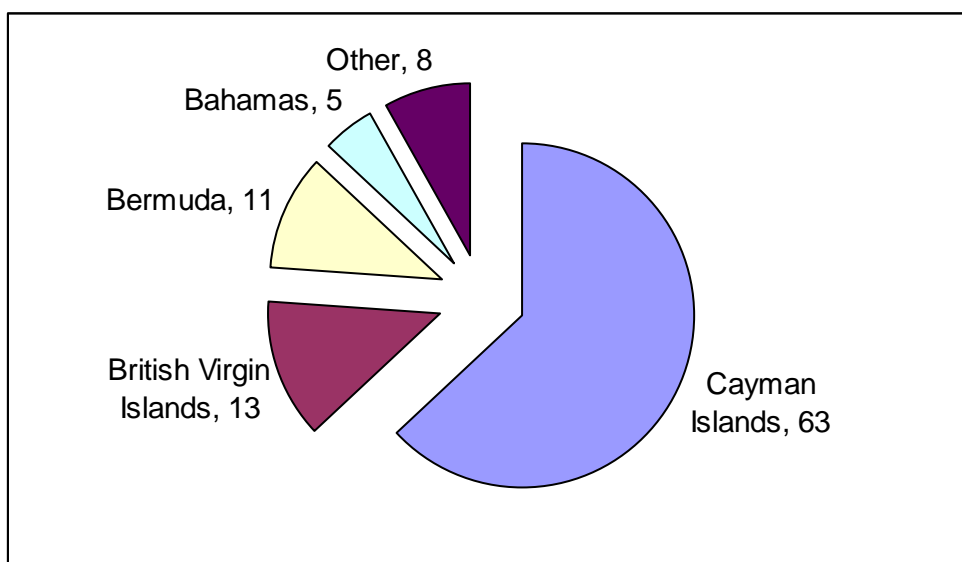
Quelle: IFSL (2007b) Schätzungen aus verschiedenen Quellen

**Abbildung 5: Onshore-Hedge-Fonds nach Standort (% Anteil, Januar 2006)**



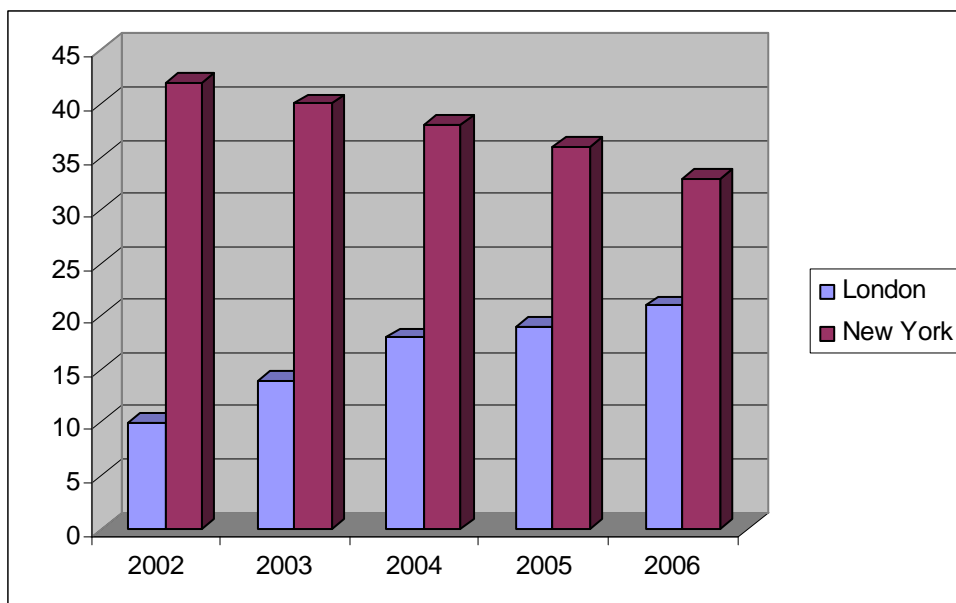
Quellen: Alternative Asset Center, zitiert von IFSL (2007b)

**Abbildung 6: Offshore-Hedge-Fonds nach Standort (% Anteil, Januar 2006)**



Quellen: Alternative Asset Center, , zitiert von IFSL (2007b)

**Abbildung 7: Anteil der globalen Hedge-Fonds-Branche: London / New York (% Anteil der globalen Hedge-Fonds-Vermögen/Standort der Manager)**

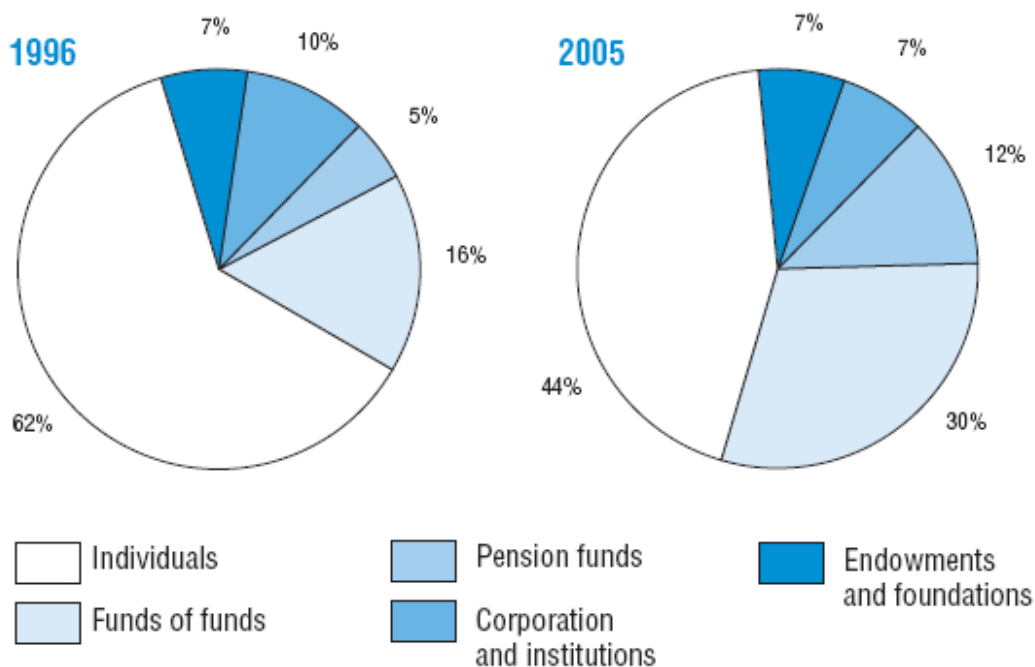


Quelle: IFSL (2007b) Schätzungen aus verschiedenen Quellen

## Hedge-Fonds-Anleger

2005 vereinigten reiche Einzelpersonen 44% der gesamten Hedge-Fonds-Vermögenswerte auf sich (1996 waren es noch 62%). Auf institutionelle Anleger wie Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Dotierungen und Stiftungen entfallen 26% der Hedge-Fonds-Vermögen (gegenüber 22%) und auf Dach-Hedge-Fonds – die auch institutionelle Anleger und Einzelpersonen anziehen – 30% (1996 nur 16%). Diese Verschiebung bei den Investoren weg von wohlhabenden Einzelpersonen stellt eine Form der 'Retailisierung' (Massengeschäft) von Investitionen mit 'gewöhnlichen' Anlegern dar, die sich über Dach-Hedge-Fonds oder andere institutionelle Anleger an Hedge-Fonds beteiligen. Andererseits ist die arbeitende Bevölkerung vermehrt (und unbewusst) involviert, aufgrund der Tätigkeit ihrer Pensionskassen, die in Hedge-Fonds investieren.

**Abbildung 8: Globale Hedge-Fonds nach Kapitalquellen**



Quelle: Hennessee Group LLC, IFSL Schätzungen, im PSE-Bericht zitiert (2007: 41)

### **Besorgnisse in Bezug auf Hedge-Fonds**

Es bestehen grundlegende Bedenken bezüglich Hedge-Fonds (ebenso wie bei Private Equity-Fonds), dass ihre Aktivitäten mit den allgemeinen Interessen der Gesellschaft nicht vereinbar sind, da diese Fonds die Unternehmen, in die sie investieren, ihrer Werte berauben, diese jedoch nicht durch neue Werte ersetzen (PSE, 2007: 33). Man stellt fest, dass diese dem Wesen nach 'spekulativen Modelle' (IGB, 2007: 5) auf kurzfristige Gewinne ausgerichtet sind und die langfristige Existenz- und Wettbewerbsfähigkeit einzelner Firmen und ganzer Wirtschaftssysteme untergraben. Zu den spezifischeren Besorgnissen gehören:

- Aktivistische Hedge-Fonds und die Rolle der Fonds-Manager
- Auswirkungen der Retailisierung
- Marktintegrität
- Systemisches Risiko

## **Aktivistische Hedge-Fonds und die Rolle der Fonds-Manager**

Die OECD (2007: 18) definiert 'aktivistische Hedge-Fonds' als Investitions-Vehikel, die darauf hinzielen - oft durch effektive Ausübung oder Ankündigung der Ausübung des Stimmrechts - Aktiengesellschaften zum Kauf von Aktien anzuregen, die nach Auffassung der Hedge-Fonds den Unternehmenswert steigern werden. Nicht alle Hedge-Fonds sind 'aktivistische' Fonds. Schätzungen (OECD, 2007: 6) zufolge beträgt die Zahl dieser Fonds 2007 nur etwa 100 - 120, und der Umfang der von ihnen verwalteten Vermögen rund 50 Mrd. US\$. Bei Berücksichtigung aller Fonds, die ereignisorientierte Strategien verfolgen, steigt diese Summe auf rund 200 Mrd. US\$. Aber selbst diese Zahl erscheint winzig klein, wenn sie mit der unter offenen Fonds verwalteten Vermögen (rund 18 Trillionen US\$) verglichen wird (ibid).

Sie bringen eine ganze Palette von Strategien zum Einsatz, die darauf hinzielen, eine relativ kleine, jedoch entscheidende Zahl von Stimmrechten in einem bestimmten Unternehmen zu gewinnen. Sie machen dann von diesen Stimmrechten tatsächlich Gebrauch oder geben zu verstehen, dass sie diese einsetzen können (und verleihen ihren Anstrengungen bisweilen mit öffentlichen Kampagnen Nachdruck). Sie benutzen Derivate oder andere Techniken, wie Aktienbeleihung, um ihr Stimmrecht zu geringen Kosten zu maximieren und die Unterstützung anderer Anleger, wie Private Equity-Fonds oder traditionellerer Investoren zu gewinnen (OECD, 2007). Auf diese Weise erzeugen sie 'Heuschreckenschwärme' rund um ein Unternehmen, um gezielte Forderungen, z. B. Aktienrückkäufe und Dividendenerhöhungen durchzusetzen oder die Ablösung von CEOs oder Verwaltungsratsmitgliedern, die eine Fusion, bzw. die Unterstützung einer Übernahme und die Veräußerung von Nicht-Kerngeschäften verhindern wollen, zu erreichen.

Die Hedge-Fonds-Manager, die enorm hohe Performance-Gebühren kassieren, treiben diese aktivistische Strategie voran. Diese hohen Gebühren locken aber nicht nur Personen von traditionellen Banken und Fonds an (EZB, 2005: 24), – wodurch es für das verbleibende Personal wohl auch immer schwieriger wird, mit dem raschen Wandel fertig zu werden (EZB, 2005: 24) – sondern sie beeinflussen auch das Verhalten der Hedge-Fonds-Manager.

Folkman und andere (2006: 7) bezeichneten Hedge-Fonds-Manager (unter anderen Gebühren einnehmenden Kapitalmarktakteuren) als 'Marinekorps der Zwischenhändler, die von Geschäften und Neuheit leben'. Sie sind an einer ständig im Umbruch befindlichen Wirtschaft interessiert, in der Geschäfte wie Akquisitionen oder Entflechtungen, Primärgeschäfte oder Rückkäufe, Risiko-Absicherungen oder Neubündelungen Gebühren einbringen' (Folkman u. a., 2006: 10). Das Problem liegt jedoch darin, dass ständige Umstrukturierungen und Wandel Fondsmanagern viel Gebühren bescheren, einzelnen Firmen oder der Wirtschaft ganz allgemein jedoch schaden.

Die OECD (2007: 60) stellt fest, dass aktivistische Fonds oft beauftragt werden, Firmen zu Zugeständnissen zu drängen, die lediglich kurzfristige Gewinne für die Aktionäre bringen, auf Kosten entscheidender langfristiger Anlagen, die auch anderen Interessengruppen zugute kämen. Die OECD erklärt, dass dies nur schwer nachgewiesen werden kann, gesteht jedoch ein, dass das Verhalten aktivistischer Fond die Qualität der Unternehmensführung beeinträchtigen kann und nennt als Beispiele die Verzerrung von Aktionärsrechten, Insiderhandel, Marktmissbrauch, Nichtbeachtung von Aktionärsinteressen und unzulängliche Ausübung der Treuepflicht der Direktion.

In den von UNI organisierten Sektoren gibt es mehrere Beispiele, die zeigen, welche Auswirkungen aktivistische Strategien haben können. So wurde die Art und Weise der Intervention des Children's Investment Fund (TCI), ein Hedge-Fonds mit Sitz in Großbritannien, bei zwei Großkonzernen (ABN Amro und J-Power) in vielen Kreisen als feindliche Aktion eingestuft.

Im März 2007, wandte sich TCI - der größte Aktionär der J-Power (Japans wichtigster Großhändler für Elektrizität), in einem Schreiben an die Firma und forderte diese auf, der Generalversammlung der Aktionäre einen Antrag zur Verdreifachung ihrer Dividenden zu unterbreiten. TCI besaß knapp 10% der J-Power-Aktien. J-Power erklärte in seiner Antwort: "Unsere Dividenden-Politik hat angesichts des langfristigen Charakters unserer Geschäftstätigkeit die Gewährleistung stabiler Dividenden zum Ziel". (Nakamoto, 2007). Seit über einem Jahr tobt hier ein erbitterter Kampf. Kürzlich hat J-Power fünf Vorschläge des TCI abgewiesen - darunter eine Einschränkung von Akquisitionen und wechselseitigem Aktienbesitz (Cross-Shareholding), die Ernennung von drei Außenstehenden Direktoren und einen Aktienrückkauf ihrer eigenen Anteile der Höhe von bis 70 Mrd. Y. J-Power machte ein einziges Zugeständnis und gewährte eine bescheidene Dividendenerhöhung (Nakamoto, 2008).

Der Eingriff bei J-Power begann kurz nach einer ähnlichen Kampagne, mit der TCI Änderungen bei der holländischen Bank ABN Amro erwirken wollte. Hier besitzt TCI etwas mehr als 1 Prozent der Aktien der Bank. Sie richtete ein Schreiben an den Vorsitzenden des TCI- Aufsichtsrats, mit dem Ziel, die Bank zum Verkauf verschiedener Filialen zu zwingen und sie an weiteren Übernahmen zu hindern. In sehr kurzer Zeit wurde ABN Amro dann von einem Konsortium übernommen, das eine Aufspaltung der Bank einleitete.

## **Auswirkungen der Retailisierung**

Die in den letzten Jahren beobachtete Verschiebung bei den Hedge-Fonds-Investoren weg von wohlhabenden Einzelpersonen, hin zu institutionellen Anlegern und Dach-Hedge-Fonds hat die Zugangsbedingungen für indirekte Hedge-Fonds-Investitionen maßgeblich erleichtert (Noyer, 2007: 107). Diese 'Retailisierung' und stärkere - allerdings indirekte - Einbeziehung 'gewöhnlicher' Investoren in Hedge-Fonds und die wachsende Teilnahme von Pensionsfonds verlangen dringend eine Regulierung.

## **Marktintegrität**

Marktintegrität bezieht sich auf Marktmissbrauch und Insidergeschäfte. Noyer (2007: 107) betont, dass sich solche Gefahren nicht auf Hedge-Fonds beschränken, sich hier aber leichter verbreiten können, weil Insiderinformationen falsch behandelt werden und Interessenkonflikte entstehen, wenn ein Hedge-Fonds marktübergreifend tätig ist und versucht sein könnte, Informationen aus einem Markt für einen anderen zu benutzen. Noyer (ibid) nennt als Beispiel in Private Equity engagierte Hedge-Fonds, die Informationen für den Handel auf Kreditmärkten verwenden könnten. Da Hedge-Fonds verschiedene Märkte beherrschen, z. B. strukturierte Kredite, hätten sie auch die Möglichkeit, Preise zu manipulieren.

Gemäß der britischen Financial Services Authority (FSA, 2005: 53) testen einige Hedge-Fonds die Grenzen akzeptabler Praktiken, einschließlich Insidertrading und Marktmanipulation. Die FSA (2005: 53) erklärte, dass Manager großer Fonds versucht sein können, ihre Größe auszunutzen oder Gerüchte in Umlauf zu bringen, um absichtlich auf dem Markt aktiv zu werden, mit dem Ziel, von günstigen Preisen zu profitieren. Zudem besteht auch die Gefahr, dass sie angesichts der bedeutenden Prämien, die sie kassieren und der engen Beziehungen mit Gegenparteien (Hedge-Fonds) Anreize schaffen, die andere zu Marktmissbrauch anregen (FSA, 2005: 55).

Die EZB (2005: 43) erklärte, mehrere internationale Organisationen hätten den Verdacht geäußert, dass Hedge-Fonds die Marktintegrität gefährden, wobei sie von Manipulation, geheimen Absprachen oder anderen unfairen Handelspraktiken sprechen, gleichzeitig aber betonen, dass es sehr schwierig ist, dies zu beweisen.

## **Systemischer Zusammenbruch oder Contagion**

Die wichtigste Besorgnis in Bezug auf Hedge-Fonds ist die Gefahr eines systemischen Zusammenbruchs oder von Contagion (Übertragung von Finanzkrisen) im gesamten Finanzsystem. Man befürchtet, dass der Kollaps eines (oder mehrerer) Hedge-Fonds die Schwachstellen im Finanzsysteme zu Tage bringen und einen Schock im Sektor auslösen könnte, der einen Vertrauensverlust bewirkt und dann auf andere Bereiche im Finanzsystem und möglicherweise auf andere Finanzsysteme übergreifen würde (McVea, 2007: 720). Aufgrund des zunehmend globalen Aktionsradius von Hedge-Fonds könnte sich eine Krise rasch auch auf Pensionsfonds und Banken ausweiten.

Der katastrophale Zusammenbruch des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 erschütterte die Finanzwelt. Nur ein Jahr zuvor hatte der US-Ökonom und Nobelpreisträger Merton Miller erklärt:

Es war höchst interessant und aufregend, aktiv an der Schaffung des LTCM mitzuwirken - ein Beispiel produktiver Interaktion von Finanztheorie und Finanzpraxis (Glyn, 2006: 50).

Die 'produktive Interaktion von Finanztheorie und Finanzpraxis' zeigte dann auf anschauliche Weise, 'wie das Bankensystem durch das unkluge Risikomanagement eines einzigen Hedge-Fonds gefährdet wird' (Plender, 2005). Im Juli 1998 betrug die Bilanzsumme von LTCM 125 Mrd. US\$: Der Fonds finanzierte sein Portfolio (Leerverkauf) hauptsächlich durch Beleihung seines Eigenkapitals im Umfang von 4.1 Mrd. US\$. Seine 50'000 Derivatkontrakte umfassten eine fiktive Summe von über 1 Trillion US\$ (Glyn, 2006: 71). Seine Rechnung, dass die Erträge aus bestimmten festverzinslichen Papieren nicht mit kurzfristigen Zinssätzen synchron laufen würden, ging deswegen nicht auf, weil die russische Regierung ihre Schulden nicht zurückzahlte. Glyn (2006: 71) spricht von einem 'Herdenverhalten', dem andere Finanzinstitute zu folgen versuchten, um die lukrative LTCM-Strategie zu kopieren. Übrigens sprach auch die EZB kürzlich von einem 'Herdenverhalten' bei Hedge-Fonds und bezeichnete dies als eine weitere ernste Gefahr für die Finanzstabilität (EZB, 2006: 12), die zu stark korrelierten Ausstiegen in großen Bereichen der Hedge-Fonds-Industrie führen könnte (EZB, 2006: 135).

Eine der Stärken von Hedge-Fonds sollte eigentlich eine ausgezeichnete Risikostreuung sein. Plender (2005) erklärt jedoch in diesem Zusammenhang:

Der Beinahe-Zusammenbruch des LTCM-Hedge-Fonds lässt darauf schließen, dass die Risiken dorthin transferiert wurden, wo sie am wenigsten sichtbar waren und am wenigsten überwacht wurden, und nicht dorthin, wo sie eigentlich hingehören.

Glyn (2006: 72) betont, dass die LTCM-Episode die 'potenzielle Fragilität des Finanzsystems in seinem ausgesprochen hoch entwickelten Bereich' an den Tag brachte. Der Zusammenbruch von LTCM liegt ein Jahrzehnt zurück und die Märkte haben sich im Laufe dieser zehn Jahre grundlegend verändert.

Die EZB erklärte, dass die Risikomanagement-Standards nach dem LTCM-Fall verbessert (2005: 37) und mehrere Initiativen betreffend die Hedge-Fonds-Sorgenpunkte lanciert wurden (2005: 49). Drei weitere Entwicklungen haben die Lage vermutlich etwas entschärft: erstens setzen Banken nun hoch entwickelte Techniken zur Bemessung ihrer Hedge-Fonds-Risiken ein; zweitens sind die Positionen weniger konzentriert als früher, da die Zahl der Marktteilnehmer gestiegen ist, und drittens haben die Hedge-Fonds ihren Verschuldungsgrad nun reduziert ((ECB, 2005: 56). Nach diesen Veränderungen glauben Hedge-Fonds-Befürworter, dass systemische Gefahren in der Zukunft 'unwahrscheinlich' sind. (Ferguson and Laster, 2007: 45)

Nicht alle teilen diesen Optimismus. Für Glyn (2006: 72) sind Probleme wie die bei LTCM endemisch, da die 'Suche nach immer exotischeren Strategien, die besser sein wollen als der Markt, weiter geht', und McVea (2007: 723) stellt fest,



dass die Maßnahmen zum Abbau von Spannungen im Hedge-Fonds-Sektor lediglich dazu beitragen, Risse zu übertünchen'.

Die im Hinblick auf eine Ertragssteigerung praktizierte kontinuierliche Verwendung komplexer Finanzprodukte und die gleichzeitig gesteigerte Verschuldung erhöhen auch die Gefahr einer Ansteckung der Märkte. Die OECD (Wright u. a., 2007: 38) stellt fest, dass die 'Verpackung von Schulden in Finanzinstrumenten, wie zum Beispiel Collateralized Debt Obligations (CDO) und Collateralized Loan Obligations (CLs), zu Besorgnis Anlass gibt, da man nicht weiß, wer die Besitzer der riesigen Mengen fremdfinanzierter Darlehen sind'. Die Tatsache, dass Hedge-Fonds Schuldenpakete benutzen, um diese komplexen Finanzprodukte (wie CDO) zu kaufen, bedeutet, dass bilanzexterne Risiken weiterhin in die Banken zurückkehren können, wie dies in der gegenwärtigen Krise beobachtet wird.

Es gibt auch neue Bereiche, in denen potenzielle Probleme auftreten können (beispielsweise die wichtigere Rolle von Dach-Hedge-Fonds) die das systemische Risiko sogar erhöht haben könnten. Die FSA (2005: 22) erklärt in diesem Zusammenhang:

Eine neue Contagion-Gefahr bezieht sich auf die zusätzliche Verschuldung eines Dach-Fonds. Der Konkurs eines Hedge-Fonds könnte einen Dach-Fonds veranlassen, seine Bankverpflichtungen zu brechen und folglich das Kapital der an ihn gebundenen Fonds zurückziehen und damit ihren Fall verursachen. Zu einer solchen Situation kann es rasch kommen, da Hedge-Fonds den Dach-Fonds manchmal eine verbesserte Liquidität gewährleisten. Wenn solche Zusammenbrüche andere fremdfinanzierte Dach-Fonds zur Nichteinhaltung ihrer Bankverpflichtungen zwingen, könnte ein Domino-Effekt entstehen, der einen fast gleichzeitigen Niedergang vieler Fonds und Dachfonds bewirken würde.

Der IWF erklärte in seinem Global Financial Stability Report (April 2007 b57), dass Hedge-Fonds in der Regel zwar einen konstruktiven Einfluss auf die Markteffizienz und -stabilität haben, jedoch als Vermittler und Verstärker von anderenorts ausgelösten Schocks agieren könnten (b 58).

Die Meinungen über die Wiederholung eines Kollapses und seine möglichen Folgen sind somit geteilt. Chan u. a. (2005: 97) stellen fest, dass die Daten für eine Beurteilung der systemischen Gefahren bei Hedge-Fonds ganz einfach nicht verfügbar sind und in naher Zukunft wahrscheinlich auch nicht sein werden. Sie geben aber einige Warnsignale (Chan et al 2005: 6):

Wir gelangten zum Schluss, dass die Problematik für Hedge-Fonds in der Zukunft darin bestehen wird, ihre Gewinnerwartungen zu reduzieren. Wir stellten zudem fest, dass sich die systemischen Gefahren in den vergangenen Jahren ständig erhöht haben.

## ***Wichtige Fragen und Anliegen für Gewerkschafter***

Solange der Hedge-Fonds-Sektor als eine Randtätigkeiten neben einem überdimensionierten Rouletterad für die Superreichen betrachtet wurde, stieß er bei den meisten Gewerkschaftern auf ein nur geringes Interesse (abgehen von denen, die für Firmen arbeiten, die von solchen Fonds gekauft und wieder verkauft wurden). Heute hat sich die Lage stark geändert. Hedge-Fonds sind enorm gewachsen und ihr Einfluss auf den Märkten ist gewaltig. Auch ihre Auswirkungen (oder potenziellen Auswirkungen) auf das Leben der Arbeitnehmer nehmen zu, ob diese nun für Zielfirmen von Hedge-Fonds-Investoren arbeiten oder nicht. Für Gewerkschafter gibt es heute mehrere Gründe für das wachsende Interesse an der Hedge-Fonds-Tätigkeit:

- ihr wachsender Einfluss auf die allgemeine Wirtschaft;
- die starke Fonds-Beteiligung von Rentenfonds und
- die Auswirkungen auf die Steuereinnahmen.

### **Die allgemeine Wirtschaft**

Paul Woolley (2004), ein Investment Manager, der sich nicht für Hedge-Fonds begeistert, stellt fest, dass 'instabile Märkte ein ideales Spielfeld für Hedge-Fonds darstellen. Nach Woolley führen instabile Märkte auch zu einer ineffizienten Kapitalallokation, verhindern wirtschaftliches Wachstum und können Turbulenzen im Finanzsektor auslösen. Er hätte hinzufügen können, dass wirtschaftliche Instabilität den Fonds-Managern hohe Gebühren einbringt, während sie für die arbeitenden Familien gleichbedeutend ist mit Not und Armut. Hedge-Fonds verfolgen aggressive kurzfristige Strategien, die die wirtschaftliche Stabilität gefährden. Die Gewerkschaften warnen schon seit geraumer Zeit vor den Gefahren der Hedge-Fonds-Tätigkeit (Europäischer Gewerkschaftsbund - EGB, 2007) und dem Versteckspiel im Bezug ihre Verantwortung und ihre effektive Verschuldung in der heutigen Casino-Wirtschaft. Die Sub-Prime-Krise in den Vereinigten Staaten und die Geschwindigkeit, mit der sie auf andere Länder übergriff, brachten diese Gefahren klar zutage (und zwangen die britische Regierung sogar, die Northern Rock Bank schließlich zu nationalisieren).

Auf Unternehmensebene bedeuten Hedge-Fonds-'Value-Capture'-Strategien oft Personalabbau, Betriebsverlagerungen und Lohn- und Leistungsabbau, um Kosten zu senken und Werte aus den Unternehmen herauszupressen. EGB-Generalsekretär John Monks erklärte in diesem Zusammenhang (2006):

Das mit Hedge-Fonds verbundene Schadenspotenzial beschränkt sich nicht auf effektive Übernahmen: der Druck zur Vermeidung feindlicher Übernahmen zwingt das amtierende Management, kurzfristig Maßnahmen zur Stützung des Aktienkurses des Unternehmens zu ergreifen (z. B. Investitionen hinauszuschieben und Personal zu

entlassen), die negative Auswirkungen auf die längerfristige Leistung Firmenleistung haben.

## **Pensionsfonds**

Pensionsfonds beteiligen sich immer stärker in Hedge-Fonds. Dies müsste bei all denen Besorgnis erregen, deren künftige Existenz von diesen Pensionsrückstellungen abhängt. Pensionsfonds, die in Hedge-Fonds investieren, übertragen Risiken auf die Arbeitnehmer. Oft handelt es sich nicht nur um risikoreiche sondern auch um ethisch fragwürdige Investitionen, da viele Hedge-Fonds kurzfristige Gewinne auf Kosten der Arbeitnehmer erzielen. Pensionsfonds in diesem Umfeld bedeuten, dass bestimmte Gruppen von Arbeitnehmern zu den Gewinnern, andere jedoch zu den Verlierern gehören. Dieser Umstand allein sollte Pensionsfonds zum Nachdenken anregen, bevor sie solche Investitionen tätigen. Hier ist auch noch ein drittes Element von Bedeutung: Hedge-Fonds treten of als 'Activist Investors' auf, d. h. als Aktionäre, die aktiv auf die Strategien der Firmen, in die sie investieren, einwirken, indem sie Sitze in ihrem Verwaltungsrat erwerben, die Firmenpolitiken mitbestimmen und den Rentenfonds aus dem Bereich der neutralen Investitionen entfernen.

## **Steuerfragen**

Hedge-Fonds (und Private Equity-Fonds) nutzen günstige Steuerregelungen; aus Steuergründen sind sie oft im Ausland domiziliert. Wenn ein Private Equity-Fonds eine Firma überwiegend mit Fremdkapital übernimmt, reduziert die betroffene Firma ihre Steuerschuld, indem sie die für ihren Erwerb gemachten Schulden benutzt, um die Steuerabzüge optimieren. Der gewöhnliche Steuerzahler muss für den Unterschied aufkommen und leistet dem Fonds und ihren sehr gut bezahlten Managern eine Steuersubvention. Nun führen Hedge-Fonds ähnliche Praktiken ein (PricewaterhouseCoopers, 2007). Die Untergrabung der Steuergrundlage eines Landes bedeutet Abbau der öffentlichen Dienste oder allgemeine Steuererhöhungen. Die Honorare der Hedge-Fonds-Manager werden als Kapitalgewinn eingestuft und folglich wesentlich weniger besteuert als Einkommen, und dies kommt einer weiteren Steuersubvention gleich.

## **Gewerkschaftsziele**

In folgenden wichtigen Fragen in Verbindung mit Hedge-Fonds haben die Gewerkschaften klare politische Ziele:

- Transparenz und Corporate Governance
- Steuerregelungen
- Pensionsfonds

- Rechte der Arbeitnehmer

## **Transparenz und Corporate Governance**

Hedge-Fonds sind völlig opak und ihre Geschäftstätigkeit ist keinen oder nur schwachen Regeln unterworfen. Mangelnde Transparenz und asymmetrische Informationen können zu Instabilität im Finanzsystem führen. Die Verfasser des PSE-Berichts (2007: 19) sind der Meinung, dass die Fondsstruktur und ihre Opazität kein Zufall sind sondern einem klaren Willen entsprechen:

Es werden unnötige und kostspielige, komplexe Holdings-Strukturen geschaffen – und machen eine richterrechtliche Durchgriffshaftung unmöglich, zum Schaden aller Interessengruppen: Regulatoren, Steuerbehörden, Gewerkschaften und anderer.

EU-Binnenmarkt-Kommissar Charlie McCreevy stempelte in einer Rede in London die Befürworter einer stärkeren Regulierung von Private Equity- und Hedge-Fonds als eine 'Armee von Pro-Regulierungs-Junkies und Lobbyisten' (McCreevy, 2008) ab. Stattdessen wies er auf die Überprüfung von Private Equity- und Hedge-Fonds- Investitionen durch das Europäische Parlament hin und den freiwilligen Verhaltenskodex der britischen Hedge-Fonds-Industrie. McCreevy vermied es sorgsam, zu erwähnen, dass ohne diese 'Armee von Junkies' keine Überprüfung durch das Europäische Parlament stattgefunden hätte und kein freiwilliger Verhaltenskodex (mit all seinen Unzulänglichkeiten) ausgearbeitet worden wäre.

Obwohl nun Bürokraten in Brüssel die Hedge-Fonds-Industrie zu einem politischen Faktum gemacht haben, werden Fragen der Regulierung und der Corporate Governance nicht in den Hintergrund treten - im Gegenteil, mit dem wachsenden Umfang dieses Sektors werden sie immer brisanter werden. McVea (2007: 739) erklärt diesbezüglich: dieser Sektor geht schon viel zu lange davon aus, dass er sein eigener Gesetzgeber ist, und der Verzicht auf eine bessere Kontrolle dieser Fonds wäre mehr als unverantwortlich. (McVea, 2007: 723)

McCreevy sieht die Dinge anders, doch mag ihn vielleicht überraschen, dass sich der IWF und die EZB unter den 'Pro-Regulierungs-Junkies', wie er sie nennt, befinden. Im April 2007 bemerkte der IWF (2007b: 60), dass die Forderung, von den Fonds Offenlegung zu verlangen, auf starken Widerstand stieß:

Aus einer Finanzstabilitäts-Perspektive könnten Bemühungen zur Entwicklung von standardisierten Leverage- und Liquiditäts-Maßstäben für die Hedge-Fonds-Berichterstattung (an Investoren und Gegenparteien) nützlich sein.

Die Global Unions weisen darauf hin, dass sich die heutigen nationalen Corporate Governance-Rahmenbestimmungen auf börsennotierte Unternehmen konzentrieren, während für die nicht notierten Firmen viel schwächere Vorschriften gelten, und dass mit gezielten Maßnahmen die langfristigen Interessen der Unternehmen geschützt werden müssen, ob diese nun Ziele von Hedge-Fonds-Investitionen sind oder nicht (2007).

Transparenz und Corporate Governance sind miteinander verknüpft. Es müssen gleiche Spielregeln für alternative Fonds wie Hedge-Fonds und traditionelle kollektive Anlageinstrumente geschaffen werden, die sich auf Fragen wie Transparenz, performancebezogene Berichterstattung, Risikomanagement und Gebührenstruktur beziehen. Die Investitionsstrategien von Hedge-Fonds müssen Regeln unterstellt werden, die eine Finanzmarktstabilität und eine langfristige Vermögens-Wertschöpfung gewährleisten können (Global Unions, 2007). Die Gewerkschaften kämpfen an der vordersten Front für Transparenz von Private Equity- und Hedge-Fonds. Im Vereinigten Königreich wurden mit einem freiwilligen Verhaltenskodex einige Fortschritte erzielt. Dies reicht nicht aus sondern ist lediglich ein Anfang. Auf internationaler Ebene setzen sich die Globalen Gewerkschaftsverbände (GGV) und der IGB im Rahmen allgemeiner Transparenzforderungen weiterhin für eine Gewerkschafts-Agenda ein.

## **Steuerliche Regelungen**

Die Steuervorschriften, namentlich in den wichtigsten Hedge-Fonds-Zentren (Europa und den USA) müssen umgestaltet werden, damit auch Hedge-Fonds erfasst werden; Steuersysteme dürfen kurzfristiges Investorenverhalten nicht länger begünstigen. Dänemark hat den Steuersatz für kurzfristige Investitionen erhöht, um dadurch so genannte 'Quick-Flips' (rasche Weiterveräußerung übernommener Unternehmen) weniger interessant zu machen (Monks, 2008). Die Steuereinnahmen des Staates dürfen durch die Expansion von Hedge-Fonds nicht beeinträchtigt werden. Es muss eine klare Trennlinie zwischen der Besteuerung von Hedge-Fonds, von Fonds-Managern und von Firmen, die sich im Besitz der Fonds befinden, bestehen.

Gewerkschaften in Europa könnten sich mit gezielten Kampagnen für einen einheitlichen, progressiven Kapitalgewinnsteuersatz einsetzen, der in allen Mitgliedstaaten zur Anwendung kommen muss. Dieser Satz müsste für kurzfristige Arbitrage-Geschäfte sehr hoch sein, um kurzfristige Firmenkäufe und -verkäufe auf dem Markt für Unternehmenskontrolle nach Möglichkeit zu verhindern. Die Steuern müssten in dem Land gezahlt werden, in dem sich der Standort des Unternehmens befindet, das Gegenstand der Transaktion ist. (PSE, 2007: 26).

## **Pensionsfonds**

Der Internationale Gewerkschaftsbund (IGB - 2007) legt Treuhändern von Pensionsfonds nahe,

Investitionen in Private Equity- und Hedge-Fonds sehr sorgfältig zu prüfen. Besondere Aufmerksamkeit verlangen dabei die effektive Gewinnbilanz solcher Anlagen, die damit verbundenen Risiken und die zahlreichen externen Effekte, sowie auch direkte und indirekte Auswirkungen auf die Arbeitsplätze der künftigen Besitzer von Pensionskassen.

Der japanische Gewerkschaftsbund RENGO (2007: 8), verlangt von Pensionsfonds 'sozialverträgliche Investitionen (SRI), um sicherzustellen, dass die Fonds, zu denen Arbeitnehmer und Gewerkschaften beitragen, keine durch Fonds-Aktivitäten verursachte negative Auswirkungen auf Arbeits- und Beschäftigungsbedingungen haben.'

Der holländische Gewerkschaftsbund FNV verlangt einen äußerst vorsichtigen Umgang mit Hedge-Fonds und betont, dass diese für Pensionsfonds hinsichtlich der Beurteilung ihres (sozialverträglichen) Verhaltens ein Risiko darstellen. Der FNV (2007: 8) weist darauf hin, dass Hedge-Fonds, die einen Sitz in Aufsichtsräten der Firmen beanspruchen, die Geschäftsführer von Pensionsfonds in eine schwierige Lage versetzen, da jeder Pensionsfonds, der in solche Hedge-Fonds investiert, indirekt für die Politik des Unternehmens mitverantwortlich wird - was Pensionsfonds in ihrer Eigenschaft als Anleger vermeiden sollten.

## **Arbeitnehmerrechte**

Hedge-Fonds müssen die Rechte der Arbeitnehmer - Tarifverhandlungen, Unterrichtung und Anhörung und Vertretung in der Firma - akzeptieren und anerkennen, dass sie zu den wichtigen Mechanismen gehören, die die langfristigen Interessen von Firmen, an denen sich die Fonds beteiligen, schützen und fördern können. Wenn Hedge-Fonds Investitionen planen, sollten sie nicht nur mit den Konzernleitungen sondern auch mit den zuständigen Gewerkschaften und Betriebsräten einen Dialog aufnehmen (FNV, 2007: 9) und Rechte der Arbeitnehmervertreter anerkennen und diese gewährleisten, bevor sie sich auf wichtige Geschäfte einlassen.

Konkret bedeutet dies (als ein Minimum) ein Engagement zur Einhaltung der Kernarbeitsnormen, insbesondere der IAO-Übereinkommen Nr. 87, 98 and 135, der dreigliedrigen IAO-Erklärung über multinationale Unternehmen und Sozialpolitik und der OECD-Leitsätze. Gewerkschaftsvertreter müssen rechtzeitigen Zugang zu Informationen haben, d. h. vor, während und nach der Übernahme der Firma durch den Hedge-Fonds. Sie sollten über die

Investitionsquelle und die letzten Besitzer Bescheid wissen und an den künftigen Geschäftsstrategien für ihr Unternehmen beteiligt werden.

Hedge-Fonds-Anlagen können bewirken, dass man nicht mehr weiß, wer der eigentliche Arbeitgeber in einer Firma ist und wer konkret das Sagen hat. Wenn Hedge-Fonds eine Hauptbeteiligung im Unternehmen haben, hat das Management keine eigentliche Rolle mehr und die effektive Kontrolle übernimmt der Hedge-Fonds. Wenn es dann um Verhandlungen und Konsultation geht, entziehen sich Hedge-Fonds in der Regel der Verantwortung und machen geltend, dass sie 'lediglich zu den Anlegern gehören'. John Monks (2006) erklärte dazu: 'Die Fondsmanager, die diese Firmen leiten, betrachten sich nicht als Arbeitgeber – sie werden rechtlich nicht als Arbeitgeber definiert und haben somit keine Arbeitgeber-Verpflichtungen'.

Da sich Hedge-Fonds immer häufiger wie Private Equity-Fonds verhalten und Hauptbeteiligungen an Firmen erwerben oder diese vollständig aufkaufen, sollten Gewerkschaften in Europa prüfen, ob die europäischen Arbeits- und Sozialdialog-Gesetze, z. B. die EBR-Richtlinie, auch für diese Fonds angewendet werden können. Die Gewerkschaften könnten auch eine Abänderung der Europäischen Besitzstand-Richtlinie verlangen (die den Schutz erworbener Rechte von Angestellten bei Unternehmenstransfers gewährleistet), damit auch Übernahmen in der Form von Aktientransfers erfasst werden. Nach der Umsetzung dieser entsprechend abgeänderten Richtlinie wären die Arbeitgeber verpflichtet, die Mitarbeiter vor dem Transfer zu informieren und zu konsultieren, und es würden Regeln eingeführt, die Angestellte vor Entlassungen und vor Veränderungen der Beschäftigungsbedingungen, die durch den Transfer bedingt sind, schützen.

In Erwartung einer solchen Gesetzesänderung innerhalb (und auch außerhalb) der EU müssen die Gewerkschaften mit bestehenden Arbeitgebern über Nachfolgeklauseln für Übernahmen verhandeln, die die Kontinuität der Beschäftigung und der Lohn- und Arbeitsbedingungen sowie die Gewerkschaftsanerkennung und die Rentensicherheit gewährleisten. Sie müssen auch von den Landesregierungen gesetzliche Bestimmungen verlangen, um den Anspruch auf Nachfolgeklauseln sicherzustellen. Die GGW und der IGB müssen direkt bei Hedge-Fonds vorstellig werden, damit sich die Fondsleitung zur Achtung von Arbeitnehmerrechten in Bezug auf Beschäftigung, Löhne, Renten und Bedingungen in allen künftigen Übernahmen verpflichtet.

### ***Gewerkschaftliche Maßnahmen***

Angesichts der rasch wachsenden Tätigkeiten alternativer Investitionsvehikel wie Hedge-Fonds haben sich Gewerkschaften in allen Teilen der Welt auf nationaler und auf internationaler Ebene mobilisiert. Die Aktivitäten der Gewerkschaften konzentrieren sich auf drei Gebiete:

- Untersuchungen und Schulung
- Dialog, Kampagnen und Verhandlungen
- Gesetzesbestimmungen – Rechte und Regulierung

## **Untersuchungen und Schulung**

Dieses Papier ist Teil der laufenden Untersuchungen, die UNI im Zusammenhang mit alternativen Investitionsvehikeln durchführt. Im Rahmen dieser Tätigkeiten wurden auch Berichte über staatlich kontrollierte Fonds und Pensionsfonds erstellt. Viele Mitgliedsorganisationen, nationale Gewerkschaftszentralen, der IGB und andere Globale Gewerkschaftsverbände haben ebenfalls Studien zu diesen Themen in Auftrag gegeben und veröffentlicht. Diese mittlerweile sehr umfangreiche Gewerkschaftsliteratur wird von den Mitgliedsorganisationen zur Schulung von Funktionären und Aktivisten benutzt, um sie mit den Auswirkungen von Hedge-Fonds und anderen alternativen Investitionsvehikeln vertraut zu machen (z. B. AFL-CIO, 2007; FNV, 2007; GMB, 2007; IGB, 2007; IUL, 2007; RENGO, 2007; SEIU, 2008; TUC, 2003, 2007). Auf internationaler Ebene koordiniert UNI die Aktivitäten der Mitgliedsorganisationen im Rahmen einer Arbeitsgruppe, und über UNI hinaus besteht eine enge Zusammenarbeit zwischen nationalen Gewerkschaften und Globalen Gewerkschaftsverbänden, sowohl bilateral (gemeinsamer UNI-IMB-IUL-Workshop über Private Equity im November 2007 in Nyon) als auch über den TUAC und den IGB.

Weitere Untersuchungen sind geplant; sie werden die Verhältnisse in Frankreich, den nordischen Ländern und den Niederlanden in Bezug auf steuerliche Aspekte beleuchten und eine Fallstudie über den norwegischen Staatfonds umfassen. Nach Gesprächen, die in dieser Frage erstmals auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos stattgefunden hatten, wurde der UNI-Generalsekretär eingeladen, in einer Beratungsgruppe mitzuwirken, die Untersuchungen über die 'Globalisierung von alternativen Investitionen' durchführt. Ein erster Bericht - *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008* wurde bereits veröffentlicht. Die Untersuchungen werden jedoch in naher Zukunft fortgeführt, und der Generalsekretär wird sich ebenfalls daran beteiligen. UNI wirkte ferner aktiv an einer von unserem US-Mitglied SEIU koordinierten Fallstudie mit. In Verbindung mit dieser Studie wurden Mitgliedsorganisationen über KKR in ihren Ländern befragt, und die SEIU veröffentlichte im Februar 2008 einen Bericht über KKR-Aktivitäten (*Winners and Losers: Fallout from KKR's Race for Profit*).

## **Gesetzesbestimmungen – Rechte und Regulierung**

Gewerkschaften setzen sich auf verschiedenen Ebenen für eine bessere Regulierung und für Transparenz bei den alternativen Investitionsvehikeln ein. Auf internationaler Ebene wurde der TUAC (2008: 2) bei der OECD vorstellig, um von ihr zu erreichen, dass sie sich für verbesserte Transparenz und ein



Vorgehen einsetzt, das sich in erster Linie um die von Investitionsfonds betroffenen Gruppen und weniger um die Investitionsfonds selbst kümmert. Der TUAC spricht diesbezüglich von einer 'End-Verbraucher-Methode'.

In verschiedenen Ländern stützen sich die Gewerkschaften für die Verteidigung ihrer Mitglieder auf bestehende Gesetze und drängen auch auf neue gesetzliche Bestimmungen zur Verschärfung der geltenden Vorschriften. In Dänemark gelang es Dansk Metal nach Beschreitung des Rechtsweges, das Private Equity- Konglomerat Nordic Telephone Company daran zu hindern, Minderheitsaktionäre zum Verkauf seiner Anteile zu zwingen, mit dem Ziel, die Börsenzulassung des Unternehmens zu annullieren. Die in Private Equity-Besitz befindliche TDC verlor den Prozess, legte Berufung ein und verlor erneut. Dansk Metal kämpfte an der Seite der Minderheitsaktionäre - vornehmlich Pensionskassen - in diesem Gerichtsverfahren, das positiv ausging und nun erlaubt, den öffentlichen Status der TDC beizubehalten.

In den Niederlanden unterstützte FNV-KIEM ihre Mitglieder im holländischen Verlagskonzern PCM nach dessen Übernahme durch Partner der Private Equity-Firma APAX, die den Konzern zerschlugen und sich dann zurückzogen. Die Gewerkschaft hat PCM vor holländische Gerichte gebracht, um seine operative Strategie anzufechten und schuf damit einen günstigen Präzedenzfall für Gewerkschaften, die in Zukunft ähnliche Praktiken anfechten wollen.

In den USA setzte sich die SEIU erfolgreich gegen Private Equity- und Staatsfonds-Allianzen zur Wehr und machte sich für die Einführung des 'Responsible Private Equity Investment Act' (2008) in Kalifornien stark. Dieser Gesetzesantrag hatte zum Ziel, die Pensionskassen California Public Employees' Retirement System (CalPERS) und State Teachers' Retirement System (CalSTRS) daran zu hindern, in Private Equity-Firmen, an denen sich Staatsfonds von Ländern mit einer bedenklichen Menschenrechtsbilanz beteiligen, zu investieren, bzw. dort Anlagen zu erneuern.

Im Vereinigten Königreich wird Beschäftigten im Fall einer Übernahme ihres Unternehmens ein allerdings beschränkter Schutz gewährt. Dies ist das Resultat der britischen Auslegung der EU-Richtlinie betreffend erworbene Rechte. Diese Schutzbestimmungen gelten jedoch nicht in Fällen, in denen ein Aktientransfer eine neue Mehrheitsbeteiligung zur Folge hat. Die britischen Gewerkschaften unterstützten daher die Gesetzesvorlage eines Abgeordneten, die 'Private Equity (Transfer of Undertakings & Protection of Employment) Bill', die den gegenwärtigen begrenzten Schutz für die Beschäftigten im Fall von Aktientransfers gewährleisten will.

Leider waren weder die Anstrengungen im britischen Parlament noch die in Kalifornien erfolgreich. Beide Initiative erlaubten den Gewerkschaften jedoch, eine breitere Öffentlichkeit für die Rechte der Arbeitnehmer zu sensibilisieren und die Alternativ-Investitions-Lobby in die Defensive zu treiben.

## **Dialog, Kampagne und Initiativen für Verhandlungen**

UNI war auf dem Weltwirtschaftsforum im Januar 2008 in Davos durch ihren Generalsekretär vertreten. Sein Engagement hat dazu beigetragen, dass UNI und die anderen Globalen Gewerkschaftsverbände als legitime Vertreter der Beschäftigten in Unternehmen, die alternatives Anlagekapital besitzen, betrachtet werden.

UNI führte Gespräche mit Private Equity-Verbänden, in Großbritannien mit der British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA), in Frankreich mit der Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), und in den USA mit dem US Private Equity Council (PEC). Der Generalsekretär erörterte mit diesen Gruppen die globalen UNI-Private Equity-Prinzipien. Weitere Treffen zur Vertiefung der Diskussionen sind geplant – im Fall des US Private Equity Council sollen die von diesem Gremium vorgeschlagenen Arbeitnehmerrechts-Prinzipien zur Sprache kommen. Dieses Vorgehen könnte zum Beispiel auch auf Hedge-Fonds-Gremien wie die britische Alternative Investment Management Association und die Managed Funds Association in den USA ausgedehnt werden und wegbereitend für direkte Kontakte mit führenden Hedge-Fonds selbst sein.

US-Mitgliedsorganisationen haben als erste auf die Bedeutung von Pensionsfonds, in denen Gewerkschaften vertreten sind, hingewiesen, und heute folgen viele andere ihrem Beispiel. Der britische TUC hat Leitlinien (TUC, 2007) für Pensionsfonds-Treuhänder betreffend Private Equity veröffentlicht, die weitgehend auch für Hedge-Fonds anwendbar sind.

UNI unterstützt den globalen Aktionstag bei KKR, der im Juli 2008 von der SEIU organisiert wird. UNI und die zuständigen Mitgliedsorganisationen werden ferner die Bildung eines Europäischen Betriebsrates für KKR prüfen. Nach Aktionen in Verbindung mit der 'Super Returns' -Konferenz hat UNI die Organisatoren dieser Veranstaltung schriftlich gebeten, auf der Konferenz 2009 eine Teilnahme von Gewerkschaften zu ermöglichen und ihnen das Wort zu erteilen.

UNI ruft ihre Gewerkschaften auf, mit bestehenden Arbeitgebern 'Nachfolge-Klauseln' auszuhandeln, um sicherzustellen, dass im Fall eines Unternehmenstransfers (Übernahmen) – insbesondere in Länder außerhalb der EU, in der die Richtlinie über erworbene Rechte nicht zur Anwendung kommt – das Recht auf Weiterbeschäftigung sowie die Arbeitsbedingungen und die Gewerkschaftsanerkennung geschützt werden.

## Quellenangaben

- AFL-CIO (2007) *Private Equity and Hedge Funds*. AFL-CIO Executive Council Statement, 8. August, 2007. Chicago: AFL-CIO. <http://www.aflcio.org/aboutus/thisistheafclcio/ecouncil/ec08082007b.cfm>. Zugriff: 19. Februar 2008.
- Berkshire Hathaway Inc (2003) *2002 Annual Report*. <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>. Zugriff 19. Februar 2008.
- Bush, J. (2006) 'Sell out: Why hedge funds will destroy the world'. *New Statesman*, 31. Juli 2006.
- Chan, N., Getmansky, M., Haas, S.M. and Lo, A.W. (2005) *Systemic Risk and Hedge Funds*. Working Paper 11200. National Bureau of Economic Research. März 2005.
- Credit Suisse First Boston (2005) *European Wholesale Banks: Hedge Funds and Investment Banks*. 9. März 2005.
- Dore, R. (2002) 'Stock market capitalism and its diffusion'. *New Political Economy*, Vol. 7, No. 1, S.. 115-121.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2006) *Financial Stability Review*, June 2006. Frankfurt a. Main: EZB
- Europäischer Gewerkschaftsbund (EGB) (2007) 'Weltfinanzkrise: "Europe muss handeln" sagt der EGB'. ETUC-Pressemitteilung, 17. August 2007. <http://www.etuc.org/a/3883> Zugriff: 19. Februar 2008.
- Evans-Pritchard, A. (2005) 'Swarms of locusts' man in German coalition', *Daily Telegraph*, 14 September 2005.
- Farrell, D., Lund, S., Gerlemann, E., Seeburger, P. (2007) *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Markets*. A McKinsey Global Institute (MGI) Report. Oktober 2007. San Francisco: McKinsey & Company.
- Ferguson, R. and Laster, D. (2007) 'Hedge funds and systemic risk'. *Financial Stability Review*, No. 10, April 2007. Banque de France.
- Financial Services Authority (FSA) (2005) *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*. Juni 2005. London: FSA. [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05\\_04.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf) Accessed 19 February 2008.
- Folkman, P., Froud, J., Johal, S. and Williams, K. (2006) *Working for themselves?: Capital market intermediaries and present day capitalism*. Working Paper Nr. 25. November 2006. Centre for Research on Socio-Cultural Change (CRESC). The University of Manchester.
- FNV (2007) Socially responsible investments, Hedge Funds and Private Equity. 8. März 2007.
- Garbaravicius, T. and Dierick, F. (2005) *Hedge Funds and Their Implications For Financial Stability*. Europäische Zentralbank - Occasional Paper Nr. 34 August 2005. Frankfurt am Main: EZB.
- Global Unions (2007) *Für eine faire Globalisierung*. Gewerkschaftserklärung am G8-Gipfel in Heiligendamm, 6.-8. Juni 2007.

- Glyn, A. (2006) *Capitalism Unleashed: Finance, Globalisation and Welfare*. Oxford: Oxford University Press.
- GMB (2007) *Private Equity's Broken Pension Promises*. London: GMB.
- Hedge Fund Standards Board (HFSB) (2008) *The Hedge Fund sector: History and present context*. London: Hedge Fund Standards Board. [http://hfsb.org/sites/10109/files/what\\_is\\_a\\_hedge\\_fund.pdf](http://hfsb.org/sites/10109/files/what_is_a_hedge_fund.pdf) Zugriff: 19. Februar 2008
- International Financial Services, London (IFSL) (2007a) *Hedge Funds*. City Business Series, April 2007. [http://www.ifsl.org.uk/uploads/CBS\\_Hedge\\_Funds\\_2006.pdf](http://www.ifsl.org.uk/uploads/CBS_Hedge_Funds_2006.pdf) Zugriff: 19.2. 2008.
- IFSL (2007b) *Hedge Funds-Tabellen* [http://www.ifsl.org.uk/uploads/data/Hedge\\_Funds\\_2007.xls](http://www.ifsl.org.uk/uploads/data/Hedge_Funds_2007.xls) Accessed 19 February 2008.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2007a) *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. International Monetary Fund Discussion Paper, June 2007.
- IMF (2007b) *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Internationaler Währungsfonds, April 2007.
- Internationaler Gewerkschaftsbund (IGB) (2007) *Where the house always wins: Private Equity, Hedge Funds and the new Casino Capitalism*. IGB-Bericht, Juni 2007. Brüssel: IGB.
- Internationale Union der Lebens- und Genussmittel-, Landwirtschafts- und Gastgewerbearbeitnehmer-Gewerkschaften (IUL) (2007) *Ein Leitfaden für Arbeitnehmer zu Firmenübernahmen durch privates Beteiligungskapital*. Genf: IUL.
- Lutz, S. (2005) 'Der Finanzsektor im Umbruch: ein Motor für Wirtschaftsreformen?' *Deutsche Politik*, Vol. 14, No. 2, pp. 140-156.
- Malkiel, B.G. and Saha, A. (2005) 'Hedge Funds: Risk and Return', *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 6, pp. 80-88.
- McCreevy, C. (2008) *Private Equity*. Ansprache des Europäischen Binnenmarkt-Kommissar in den Allied Irish Banks, London, 7. Februar 2008.
- Monks, J. (2008) *Locusts v Labour: Handling the New Capitalism*. Vortrag Harvard, 16. April 2008.
- Monks, J. (2006) *The Challenge of the New Capitalism*. Aneurin Bevan Lecture, London, 14. November 2006. <http://www.etuc.org/a/3052> Zugriff: 19. Februar 2008
- McVea, H. (2007) 'Hedge funds and the new regulatory agenda', *Legal Studies*, Vol. 27 No. 4, pp. 709–739.
- Nakamoto, M. (2008) 'J-Power rejects TCI proposals'. *Financial Times*, 30. April 2008.
- Nakamoto, M. (2007) 'TCI calls on J-Power to triple dividend'. *Financial Times*, 12. März 2007.
- Noyer, C. (2007) 'Hedge funds: what are the main issues?' *Financial Stability Review*, No. 10, April 2007. Banque de France.
- OECD (2007) *The Implications Of Alternative Investment Vehicles For Corporate Governance: A Synthesis Of Research About Private Equity*

- Firms And "Activist Hedge Funds"*. Veröffentlicht vom OECD-Lenkungsausschuss für Corporate Governance, Juli 2007. Paris: OECD.
- Plender, J. (2005) 'Resistance to systemic risk may be eroded'. *Financial Times*, 15. Februar 2005.
- PricewaterhouseCoopers (2007) Specialist transaction tax team to advise hedge funds on structuring acquisitions. 24. Januar 2007. <http://www.ukmediacentre.pwc.com/Content/Detail.asp?ReleaseID=2200&NewsAreaID=17> Zugriff: 19. Februar 2008.
- RENGO (2007) *A RENGO Perspective - Approaches and Policy Issues Concerning Hedge and Private Equity Funds*. Verabschiedet vom RENGO-Zentralvorstand auf seiner 25. Tagung, 13. September 2007.
- SEIU (2008) *Winners and Losers: Fallout from KKR's Race for Profit*. Februar 2008. Washington, DC: SEIU.
- Sozialistische Fraktion im Europäischen Parlament (PSE) (2007) *Hedge Funds and Private Equity: A Critical Analysis*. April 2007. Brüssel: PSE.
- Gewerkschaftlicher Beratungsausschuss der OECD (TUAC) (2008) *Beratung mit dem Vorsitzenden der OECD-Lenkungsgruppe über Corporate Governance. Paris, 15. April 2008*. Kommentare zum Arbeitsprogrammmentwurf und Budget 2009-2010 [DAF/CA/CG(2008)7]. Paris: TUAC.
- Gewerkschaftlicher Beratungsausschuss der OECD (TUAC) (2007) *Hintergrundpapier und Diskussionspunkte*. TUAC Labour/Management-Seminar über Finanzialisierung - Suche nach einer regulatorischen Antwort. 16. März 2007. PAC/AFF/LMP(2007)2/REV1.
- TUC - Trades Union Congress (Dachorganisation der britischen Gewerkschaften) (2007) *Private equity – a guide for pension fund trustees*. London: TUC.
- TUC - Trades Union Congress (2003) *Trade unions and investor activism*. London: TUC.
- Warwick-Ching (2006) 'Hedge Funds', *Financial Times*, 27. Januar 2006.
- Woolley, P. (2004) 'How hedge funds are destabilising the markets'. *Financial Times*, 27. September, 2004.
- Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. and Amess, K. (2007) *The Implications Of Alternative Investment Vehicles For Corporate Governance: A Survey Of Empirical Research*. Ein von der OECD-Lenkungsgruppe über Corporate Governance erstellter Bericht. Paris: OECD.