

# Regulierung von Hedgefonds: Was hat das mit sozialer Sicherheit zu tun?

ALDO CALIARI

**Hedgefonds lassen sich beschreiben als „gemeinsame Fonds von Privatkapital, das in börsengehandelte Wertpapiere (sowohl liquide Papiere als auch Derivate) angelegt wird; dabei kann Fremdkapital in unterschiedlicher Form eingesetzt werden; üblicherweise gibt es keine Regulierung.“<sup>1</sup> Hedgefonds sind darauf spezialisiert, hoch entwickelte und sehr risikoreiche Anlagestrategien zur Erzielung überdurchschnittlicher Renditen umzusetzen.<sup>2</sup> Was die von den Fonds geübten Wirtschaftspraktiken und die eingegangenen Risiken für die Realwirtschaft und auch für Systeme sozialer Sicherung bedeuten (können), deckt der folgende Beitrag auf.**

Ursprünglich galten Hedgefonds als hoch spezialisierte Anlageinstrumente, zu denen nur ein eingeschränkter Kreis anspruchsvoller Anleger Zugang hatte. Eine Direktanlage in Hedgefonds stand aufgrund hoher Einstiegskosten gewöhnlich nur wohlhabenden Investoren offen.<sup>3</sup> Man ging davon aus, dass Hedgefonds-Anleger ausreichend Vorkenntnisse und Mittel hatten, um ihre Eigeninteressen zu schützen.<sup>4</sup> Aber in den letzten Jahren hat sich der Kreis der Anleger mit Zugang zu Hedgefonds erheblich ausgeweitet.<sup>5</sup> Das geschah teilweise durch die Entschärfung der Zugangsbedingungen bis zu einem Punkt, wo es für die die Auswahl potentieller Investoren so gut wie keine Beschränkungen mehr gab.<sup>6</sup> In vielen Ländern von Hongkong und Australien bis Deutschland und Großbritannien kann nunmehr eine neue große Gruppe von Anlegern auch mit verhältnismäßig bescheidenen Mitteln in Hedgefonds investieren. Zum Beispiel gilt dies für Frankreich, wo Einzelpersonen nun mit einem Mindestbetrag von 10.000 Euro bei Hedgefonds einsteigen können.<sup>7</sup> Erst jüngst wurde in den Nachrichten berichtet, dass deutsche Anleger auch Anteile von Hedgefonds in einer Stückelung von unter 125 Euro bei der Deutschen Bank kaufen können und dass Regulierungsbehörden in Großbritannien eine Entschärfung der Auflagen für den Verkauf von Hedgefonds an Einzelpersonen erwägen.<sup>8</sup>

## Wachsende Zahl privater und institutioneller Anleger

Als Teil dieser Entwicklung legen auch regulierte Einrichtungen wie Investment- und Pensionsfonds, die durchschnittlichen Anlegern offen stehen, zunehmend mehr Geld in Hedgefonds an.<sup>9</sup> Berichte sprechen da-

von, dass ein wesentlicher Teil des Wachstums der Hedgefonds auf die Nachfrage institutioneller Anleger zurückzuführen ist, die Alternativen zu normalen festverzinslichen Anlagen suchen.<sup>10</sup> Hedgefonds greifen auf einen beträchtlichen Teil der Ersparnisse privater Haushalte zu, die über institutionelle Anleger fließen: großenteils Dachfonds und Pensionsfonds. Nach einer Schätzung machen letztere inzwischen etwa 30 Prozent des Anlegerstamms aus.<sup>11</sup> Auch die Regierungen legen zunehmend mehr Gelder ihrer Rentenkassen in Hedgefonds an. Die Finanzmarktaufsicht der USA berichtet, dass ungefähr 20 Prozent der betrieblichen und öffentlichen Rentenpläne 2002 über Hedgefonds liefen, gegenüber 15 Prozent 2001 – mit steigender Tendenz.<sup>12</sup> Öffentliche Pensionsfonds zählen zu den Einrichtungen, die in den letzten Jahren deutlich mehr in Hedgefonds investiert haben in dem Bemühen, ihre Renditen zu verbessern und Anlagen zu diversifizieren.<sup>13</sup>

## Die Krise öffentlich finanzierter sozialer Sicherheit dient als Motiv

Ein beträchtlicher Teil der Altersvorsorge erreicht die Hedgefonds im Wesentlichen auf zwei Wegen. Zunächst gibt es den direkten Weg: eine Anlage in Hedgefonds von Einzelpersonen als Mittel ihrer Wahl zur eigenen Vorsorge. Die für die Altersvorsorge zuständigen öffentlichen Einrichtungen werden entweder privatisiert, schrumpfen oder arbeiten unter prekären Bedingungen. In einigen Fällen sind die Leistungen öffentlicher Sozialkassen unzureichend und deshalb rät man Privatpersonen zur eigenen Vorsorge durch Versicherungen, die an die Stelle staatlicher Leistungen treten sollen

oder zu deren Ergänzung dienen. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn das System insgesamt von leistungsorientierten auf beitragsorientierte Programme umgestellt wird. In anderen Fällen ist die Suche nach privaten Lösungen dem prekären Zustand der Sozialversicherung und dem gewachsenen Anteil älterer Bürger im Verhältnis zur arbeitenden Bevölkerung geschuldet, sodass man sich Sorgen über die langfristige Finanzierbarkeit des Systems bei wachsender Nachfrage macht.

- 1 Cole, Rogers T., Greg Feldberg und David Lynch: *Hedge funds, credit risk transfer and financial stability*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 8.
- 2 Edwards, Franklin: *Hedge Funds and the Collapse of Long Term Capital Management*. *Journal of Economic Perspectives*, Band 13, Nr. 2, Frühjahr 1999, S. 189-210, hier S. 190.
- 3 Noyer, Christian: *Hedge funds: what are the main issues?*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 107.
- 4 Crockett, Andrew: *The evolution and regulation of hedge funds*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 23. Hierzu auch Hildebrand, Philipp M.: *Hedge funds and prime broker dealers: steps towards a „best practice proposal“*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 71.
- 5 Danielsson, Jón und Jean-Pierre Zigrand: *Regulating hedge funds*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 31.
- 6 Ebenda.
- 7 Prade, Michel: *The world of hedge funds: prejudice and reality – the AMF’s contribution to the debate on alternative investment strategies*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 130.
- 8 Financial Times: *Berichtsstandards müssen für Hedgefonds verbessert werden*. 12. Januar 2007.
- 9 Danielsson und Zigrand, 2007.
- 10 Cole et al, 2007, S. 11.
- 11 Noyer, 2007, S. 107. S. auch Crockett, 2007, S. 23. Einer der Gründe, der für das Massengeschäft vorgeschoben wird, ist Gerechtigkeit: Demnach sollten nicht nur wohlhabende Anleger Zugang zu den besseren Renditen der Hedgefonds haben. Damit erklärt sich auch die Tatsache, dass sogar die Aufsichtsbehörden selber manchmal das Massengeschäft fordern (und nicht so sehr die Fonds).
- 12 Financial Times 2004. Rentenpläne mit größerem Risiko in dem Versuch, höhere Renditen zu erzielen. Am 28. Juli wird außerdem berichtet, dass Millionen arbeitender oder pensionierter Menschen weltweit in Hedgefonds investiert haben, ohne das vielleicht zu wissen.
- 13 Ebenda.

Zweitens gibt es einen indirekten Weg: die Anlage in Hedgefonds durch Einrichtungen privater oder öffentlicher Natur, die die Altersersparnisse von Einzelpersonen verwalten. Private Einrichtungen werden von den Menschen als Ausweg gesehen, um ihre – aufgrund des Zusammenbruchs öffentlicher Sozialsysteme – als mager eingeschätzten Rentenleistungen aufzustocken oder zu ersetzen und um auf beitragsorientierte Programme zu reagieren. Im Falle öffentlicher Einrichtungen liegt es an den drohenden Schwierigkeiten, den eingegangenen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Diese veranlassen viele Regierungen überdurchschnittliche Renditen mittels Strategien anzustreben, wie sie von Hedgefonds angeboten werden. Wie man sieht, ist in beiden Fällen die Krise öffentlicher Sozialsysteme der Auslöser.

### Die Kontroverse um die Regulierung

Hedgefonds können sich auf potenziell lohnendere Strategien einlassen, weil sie nicht reguliert werden. Bis zum Ende des letzten Jahrzehnts hat man relativ wenig über die Frage der fehlenden Regulierung der Hedgefonds gestritten. Die vermeintlichen Vorteile der Hedgefonds waren in der Tat eine direkte Auswirkung fehlender Regulierung. Die höheren Renditen der Hedgefonds waren nur möglich, weil sie flexibel mit entsprechender Kapazität innovative Strategien umsetzen konnten, die nur dank fehlender Regulierung funktionierten – im Gegensatz zu anderen Finanzmarktakteuren wie etwa herkömmliche Investmentfonds. Aber seitdem die Hedgefonds an Bedeutung gewonnen haben und erste Anzeichen potenzieller Defizite zu Tage getreten sind, setzte die Kontroverse über die Notwendigkeit ihrer Regulierung ein.

Zwei Ereignisse am Ende des letzten Jahrzehnts waren kritische Wendepunkte und führten zum Umdenken in der Frage der Regulierung von Hedgefonds. Zunächst die Finanzkrise Ostasiens. Die Behörden in den betroffenen Ländern äußerten sich besorgt über die destabilisierenden Aktivitäten der Hedgefonds in ihren Märkten während der

Krise, die potenziell schädlich für ihre Volkswirtschaften hätten sein können.<sup>14</sup> Brouwer etwa fand diese Besorgnis begründet und vertrat den Standpunkt, dass die Aktivitäten der Makro-Hedgefonds sowie in begrenztem Umfang der Eigenhandelsabteilungen der Finanzinstitute die Instabilität auf den Finanzmärkten der Region zwischen 1997-1998 wesentlich mitverursacht und zu extrem überzogenen Kursen bei Devisen und anderen Vermögenswerten beigetragen hätten.<sup>15</sup> Anzumerken ist, dass einige Forscher, auch vom IWF, diese Behauptung in Zweifel gezogen haben.<sup>16</sup> Brouwer stellte jedoch fest, dass die IWF-Forschung dazu neige, sich zu sehr auf die globale Größe der Hedgefonds zu beziehen, während es seiner Meinung nach eher auf die relative Größe ihrer Marktposition gegenüber anderen Akteuren in bestimmten Märkten der Region ankomme. Zudem werde der Herdentrieb in diesen Märkten bei den Untersuchungen generell vernachlässigt. Denn Hedgefonds verhielten sich als Gruppe wie eine Herde gegenüber anderen Unternehmen und übernahmen eine Führungsrolle, da sie aufgrund ihres vermeintlichen Vorsprungs an Informationen bereit seien, bestimmte Anlagepapiere und Währungen in großen Mengen zu kaufen.<sup>17</sup>

### Die Finanzkrise in Ostasien und der Konkurs von LTCM

Zweitens geht es um den Konkurs des „Long Term Capital Management“-Hedgefonds (LTCM) und darauf folgende Stützungsmaßnahmen. LTCM war 1994 mit einem Eigenkapital von 1,3 Milliarden US-Dollar gestartet und hatte seine Kapitalbasis bis 1998 auf fünf Mrd. US-Dollar erweitert.<sup>18</sup> Ein Anleger, der gleich am Anfang eingestiegen und bis 1997 dabei geblieben war, hätte eine jährliche Rendite von 15 Prozent pro Jahr erwarten können.<sup>19</sup> Die Fremdfinanzierungsrate von LTCM belief sich auf 1:20 und lag damit sehr hoch - welche Maßstäbe man auch immer zugrunde legt. Eine ausführliche Beschreibung der von LTCM verfolgten Strategie und die Gründe für das Scheitern des Fonds würde

den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen. Festzuhalten bleibt, dass die US-Notenbank in New York im September 1998 einige Firmen, die dem Unternehmen Geld geliehen hatten, zusammenrief und sie vor „dem systemischen Risiko einer möglichen Zahlungsunfähigkeit von LTCM“ warnte. Der damalige US Notenbankchef Alan Greenspan machte geltend, dass die Rettung von LTCM erforderlich sei, um einen „Zusammenbruch“ der Märkte und „Schaden für die Volkswirtschaften vieler Länder“ abzuwenden. Ein Konsortium von Finanzinstituten organisierte folglich Rettungsmaßnahmen.<sup>20</sup>

1999 hatte die damalige G7 beschlossen, das „Financial Stability Forum“ mit der Einrichtung einer Arbeitsgruppe zu „highly-leveraged institutions“<sup>21</sup> zu beauftragen. Die Arbeitsgruppe erhielt den Auftrag „zu bewerten, wie sich erheblich fremdfinanzierte Einrichtungen auf die Stabilität der Finanzmärkte auswirken, und sich danach über Aufsichts- und Regulierungsmaßnahmen zu einigen, die deren destabilisierende Wirkung reduzierten.“<sup>22</sup> Die Arbeitsgruppe schlug vor, dass indirekte Regulierungsmaßnahmen – zum Beispiel bessere Risikomanagement-Verfahren und Stärkung der Marktdisziplin durch weitergehende Offenlegungsanforderungen – die Probleme am besten lösen könnten.<sup>23</sup>

14 Financial Stability Forum 2000. Bericht der Arbeitsgruppe zu „Highly Leveraged Institutions“. 5. April, S. 5.

15 Cornford, Andrew, 2005. Buchbesprechung von „Hedge Funds in Emerging Markets“ von Gordon de Brouwer, 2001.

16 Fox, J.: Did foreign investors cause Asian market problem? NBER Digest, Oktober 1998. Siehe dazu auch Internationaler Währungsfonds. Global Financial Stability Report, April 2004. S. 146-8.

17 Cornford, 2005.

18 Edwards, 1999, S. 197.

19 Kahn, Joseph und Peter Truell: „Hedge Funds are Now Estimated to Total \$1,25 Trillion“, New York Times, 28. September 1998.

20 Edwards, 1999.

21 Zu deutsch etwa: hochgradig fremdfinanzierte (Finanz)Institutionen.

22 Financial Stability Forum 2000, S.1.

23 Festzuhalten bleibt, dass nach einer jüngsten Bewertung der Europäischen Zentralbank selbst die in diesem Bericht geforderten beschränkten Maßnahmen alles andere als zufriedenstellend sind. Europäische Zentralbank 2005.

## Regulierungsversuche schlagen fehl

Letztes Jahr richtete sich die Aufmerksamkeit erneut auf die Frage der Regulierung von Hedgefonds. Anlass waren dafür unter anderem der Verlust von sechs Mrd. US-Dollar beim Hedgefonds Amaranth und Verluste von 75 Prozent der insgesamt 13 Mrd. US-Dollar aus dem Handel mit festverzinsten Papieren beim Hedgefonds Vega. Die Regierung Deutschlands, die schon deutliche Worte zu diesem Thema gefunden hatte und wo die Öffentlichkeit eine ausgeprägte Abneigung gegen Hedgefonds an den Tag legte, kündigte Ende 2006 an, dass sie ihre Präsidentschaft der G8 (2007) nutzen werde, Hedgefonds auf die Tagesordnung des Treffens zu setzen.<sup>24</sup> Auf der ersten Sitzung dieses Jahres vergangenen Februar kamen die Finanzminister der G7 überein, das „*Financial Stability Forum*“ mit der Überarbeitung des Berichts von 2000 über die Praktiken der Hedgefonds zu beauftragen, und forderten direkte Gespräche mit der Branche über zukünftige Regulierungsoptionen.<sup>25</sup>

Letztlich gelang es dem G8-Gipfel in Heiligendamm aber nicht, sinnvolle Maßnahmen einzuleiten. Schnell regte sich Widerstand vor allem bei den Regierungen der USA und Großbritanniens gegen Versuche des deutschen Finanzministers, eine Einigung über eine verstärkte Regulierung der Hedgefonds herbeizuführen. Bald hatte man sich auf den kleinsten gemeinsamen Nenner einer bloßen Forderung nach Offenlegung im Interesse größerer Transparenz geeinigt. Als der G8-Gipfel näher rückte, schienen selbst die bescheidenen Transparenzanforderungen verbindlicher Art gegenüber den Hedgefonds nicht mehr durchsetzbar. Die deutsche Regierung schraubte ihre Forderung nach einem Verhaltenskodex herunter, während die USA den Standpunkt vertrat, dass sich die Hedgefonds-Branche selbst für die Idee einsetzen und sie entwickeln würde, wenn ein solcher Kodex notwendig sei, sodass ein Handeln vonseiten der Regierungen überflüssig sei. Letztlich nahm das G8-Kommuniqué Bezug auf einen aktualisier-

ten Bericht des „*Financial Stability Forums*“ zu diesem Thema und kündigte weitere Maßnahmen an.

## Sicherheitsauflagen zum Schutz der Bürger

Der wichtigste Grund für eine Regulierung im Falle der Investment- und Pensionsfonds war der notwendige Schutz der Interessen investierender Bürger. Da diese Fonds auch normalen Bürgern offen stehen, die sich mit Finanzanlagen gar nicht oder nur begrenzt auskennen, ist eine öffentliche Einmischung überaus sinnvoll, um zu gewährleisten, dass die Anlagen nach bestimmten Standards der „*good practice*“ durchgeführt werden, dass die Fondsmanager persönliche Integritäts- und Kompetenzkriterien erfüllen und einige Transparenz- und Offenlegungsregelungen umgesetzt werden. Anfangs waren Hedgefonds auf Anleger mit viel Eigenkapital oder vermögende Anleger begrenzt, so dass dieses Argument auf sie nicht zutraf. Tatsächlich wurden Hedgefonds hauptsächlich zu dem Zweck gegründet, für diese sehr kleine Gruppe sehr reicher Investoren die Beschränkungen zu minimieren, die anderen Finanzinstituten mittels Regulierung auferlegt wurden; diese Anleger kannten sich zweifelsohne in der Welt der Anlagestrategien aus und wussten genau, was sie taten.

Doch zeichnen sich Hedgefonds heute eben nicht mehr durch einen begrenzten Anlegerkreis aus. Je mehr sie sich aber anderen Anlageinstrumenten annähern, um so weniger stichhaltig sind die Argumente dafür, sie außerhalb der Regulierungsaufsicht zu halten. Es stellt sich nämlich dort, wo es sich bei den risikobehafteten Geldern um die Altersvorsorge normaler Menschen handelt, auch die Frage der Regulierung der Sozialsysteme. Der Staat gefährdet in der Tat seine sozialen Versorgungspflichten, wenn er in Hedgefonds investiert und sie nicht ausreichend reguliert. Wenn Bürger auf private Rentensysteme angewiesen sind und der Staat nicht bereit ist, weder die Anlagen der Vermittler in Hedgefonds noch das Verhalten der Hedgefonds, die

direkt Ersparnisse fürs Alter annehmen, zu regulieren, dann kommt dieser Staat nicht seiner Regulierungspflicht im Interesse der sozialen Sicherheit seiner Bürger nach.

## Das Risiko für die Altersvorsorge

Die besseren Renditen der Hedgefonds werden mit höheren Risiken bezahlt. Bei Hedgefonds erhöht sich das Risiko durch die Aufnahme von Fremdkapital – oft auch in vielschichtiger Form: Es ist zum Beispiel möglich, dass Anleger Geld leihen, um in Dachfonds zu investieren, die sich wiederum über Hedgefonds fremdfinanzieren, die ihrerseits im Gegenzug Derivate zur Fremdfinanzierung benutzen.<sup>26</sup> Hedgefonds können sich mehrfach direkt (über Prime-Broker) und indirekt (über den Verkauf von Kreditderivaten) fremdfinanzieren und sind deshalb bei plötzlich nachlassender Marktliquidität besonders anfällig.<sup>27</sup>

Ganz allgemein wird außerdem die Meinung vertreten, dass „Leverage“-Aktivitäten der Hedgefonds in ihrer Gesamtheit immer weiter zunehmen – verkürzt formuliert, sie leihen sich immer mehr Geld. Eine Zahl aus dem Jahre 2004 spricht von Fremdkapital in der Form von Bankverbindlichkeiten in einer durchschnittlichen Größenordnung von 141 Prozent.<sup>28</sup> Wenn man einmal von geschätz-

24 Financial Times 2007 a. Minister der G7 nehmen Hedgefonds unter die Lupe. 7. Februar. Siehe auch Financial Times 2007 b. Berlin drosselt seine Hedgefonds-Ambitionen. 10. Februar, und Financial Times 2007 c. Hedgefonds vor klarer Wahl zwischen Offenlegung oder Regulierung. 13. Februar.

25 Ebenda. Die politische Komponente einer Regulierung von Hedgefonds beschränkt sich nicht auf den deutschen Kontext. Oktober letzten Jahres verschickte z.B. US-Senator Charles Grassley (diesjähriger Vorsitzender des Finanzausschusses des Senats) an alle US-Finanzmarktregulierungsbehörden einen Brief mit der Bitte um Informationen über etwaige Berichterstattungspflichten von Hedgefonds. Im Wahlkampf hat Nicolas Sarkozy, der später zum französischen Präsidenten gewählt wurde, eine harte Haltung in der Frage der Regulierung von Hedgefonds angekündigt.

26 Ferguson, Roger und David Laster: *Hedge funds and systemic risk*, in: *Financial Stability Forum*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 53.

27 Noyer, 2007, S. 108.

28 Financial Times 2004a. Hedgefonds Rätsel: müssen die Anleger eine Krise befürchten? 28. Juli.

ten Zahlen absieht, sind fehlende Berichterstattungsanforderungen an die Hedgefonds das Hauptproblem, denn eine Feststellung darüber, wie stark Hedgefonds zu einem bestimmten Zeitpunkt – vor allem durch ihr Derivatrisiko – tatsächlich exponiert sind, wird außerordentlich erschwert. Einer der befragten Experten in der Anhörung des US-Kongresses über die Krise bei LTCM wird mit folgenden Worten zitiert: „Als Greenspan bei den Banken vorbeischaute und fragte, wie es sich auf ihre Bilanz auswirken würde, wenn man den Fonds in Konkurs gehen ließe, sagten sie, dass sie das nicht wüssten und auch nicht herausfinden wollten.“<sup>29</sup> Nach Aussage eines Autors ist es „bekanntermaßen schwer messbar“, wie groß das Risiko tatsächlich ist aufgrund „der Schwierigkeit, die Wirkung der unterschiedlichen „Leverage“-Schichten zu benennen, vor allem in der komplexesten Form der Kreditderivate.“<sup>30</sup> Er zitiert als Beispiel, wie eine Anlage von 100 US-Dollar in bar in einen Hedgefonds eine Risikoexposition von 6.000 US-Dollar bedeuten könne – das heißt das 60-fache an „Leverage“ – so dass bei einem leichten Kapitalverlust von nur zwei Prozent die gesamte Investition zunichte sei.<sup>31</sup> Nach Aussage des Vize-Präsidenten der Europäischen Zentralbank kann „der gesamte fremdfinanzierte Vermögensbestand eines einzelnen Hedgefonds beträchtlich sein und größtenteils dem einiger für die Branche wichtiger Banken entsprechen.“<sup>32</sup>

Nicht nur stellen Hedgefonds ein großes Risiko dar, wie die Analysten ständig warnend anmerken, sondern die vorherrschenden großzügigen Liquiditätsbedingungen in dem Markt, in dem sie Verbreitung gefunden haben, erschweren eine auch nur annähernd genaue Schätzung der mit ihnen gegenwärtig einhergehenden Risiken.

### Ethische Fragen

Abgesehen von den Fragen, die sich für den Durchschnittsbürger stellen, dessen Ersparnisse am Ende bei den Hedgefonds landen, ist es wichtig, die ethischen Fragen zu bewerten, die das Verhalten der Hedge-

fonds bei der Verwendung dieser Ersparnisse aufwirft. Auf der Suche nach guten Wertentwicklungen haben sich Hedgefonds bekanntermaßen auch schon auf Strategien eingelassen, die sich negativ auf die „Realwirtschaft“ und Arbeitnehmer auswirkten. Es steht außer Frage, dass die Realwirtschaft am meisten leidet, wenn die spekulativen Aktivitäten der Hedgefonds Finanzkrisen systemischer Art auslösen, was nach Meinung vieler bei der ostasiatischen Krise der Fall war. Aber auch ohne solche Großereignisse stellen die Routineaktivitäten der Hedgefonds eine nicht zu vernachlässigende Bedrohung dar.

In einem Schreiben von US-Parlamentariern an das Weiße Haus Anfang des Jahres hieß es dazu: „Eine genauere zu untersuchende Frage wäre, ob die hohen Renditen, die für kreditfinanzierte Übernahmen durch Private-Equity-Firmen erforderlich sind, die langfristigen Interessen der Zielgesellschaft und die Schaffung menschenwürdiger Arbeitsbedingungen und Beschäftigungssicherheit gefährden können. Sorgen bereiten uns jene Fälle, in denen Private-Equity-Firmen anscheinend dazu übergehen, anstelle einer Umstrukturierung des Unternehmens zum Zweck gemeinsamer Produktivitätsgewinne und besserer Wettbewerbsfähigkeit nunmehr in kürzester Zeit den maximalen Gewinn aus dem Unternehmen herauszuholen, um es dann weiterzuverkaufen. Das könnte für die Beschäftigten Risiken bedeuten, die sie ohne die Übernahme nicht gehabt hätten.“<sup>33</sup>

In der Praxis versuchen Hedgefonds beispielsweise, den Kurs eines Unternehmens dadurch zu beeinflussen, dass sie sich auf Aktionärsversammlungen für ihre Interessen stark machen. Zwar geht man üblicherweise davon aus, dass ein derartiges Engagement die Leistungskraft der Unternehmen durch Wertschöpfung und größere Effizienz stärkt, aber sie können auch die Wirtschaftstätigkeit von Unternehmen behindern, da sofortige Renditen erwartet werden und andere Auswirkungen auf die langfristigen Betriebsergebnisse außer Acht gelassen werden. Hedgefonds-Kritiker be-

mängeln, dass diese nur an kurzfristigen Renditen interessiert sind, die jedoch den langfristigen Interessen des Unternehmens, in das sie investieren, entgegenstehen könnten.<sup>34</sup> Bemerkenswerterweise wurde diese Kritik kürzlich vom deutschen Finanzminister Peer Steinbrück zum Ausdruck gebracht, der feststellte, dass „das deutsche Modell der mittel- und langfristigen Industrieplanung sogar dann funktioniert, wenn es den kurzfristigen Zielen der Hedgefonds nicht entspreche.“<sup>35</sup> Er setzte hinzu, dass der Schwerpunkt der Industrie darauf liegen solle, „ein Unternehmen mittelfristig im Markt wettbewerbsfähig zu halten und nicht kurzfristig Gewinne zu maximieren.“<sup>36</sup> Ähnlich äußerte sich ein Kommissionsmitglied der *US Security and Exchange Commission*, Paul Atkins.<sup>37</sup> Zwei Professoren der Universität von Texas warnten letzten Jahr in einer Untersuchung, dass die Taktik der Hedgefonds die traditionelle Bindung zwischen wirtschaftlichem Aktienbesitz und Stimmgewicht im Unternehmen unterminieren könne.<sup>38</sup>

Besonders schädlich sind kurzfristige Zielsetzungen jedoch für die Beschäftigten in den umstrukturierten Unternehmen, die –

29 Ebenda.

30 Noyer, 2007, S. 109.

31 Ebenda, Fußnote 3.

32 Papademos, Lucas D.: *Monitoring hedge funds: a financial stability perspective*, in: *Financial Stability Review*, Sonderausgabe zu Hedgefonds, Nr. 10, *Banque de France*, 2007, S. 115.

33 Schreiben von Mitgliedern des US-Repräsentantenhauses an Präsident George W. Bush, 2007. Washington DC, 23. Mai.

34 Crockett, 2007, S. 24.

35 Financial Times 2007. Forderung nach Widerstand gegen das angloamerikanische Modell „kurzfristiger Planung“. 26. April.

36 Ebenda.

37 Financial Times 2007 d. SEC-Kommissionsmitglied warnt vor Hedgefonds. 24. Januar. Das Mitglied der *US Security and Exchange Commission*, Paul Atkins wird mit den Worten zitiert, dass „die Gewährung größeren Einflusses der Investoren in der Frage der Zusammensetzung des Vorstands zu mehr Macht der Hedgefonds führen könnte, ohne das dies beabsichtigt war. (...) Wie sieht es aus, wenn ein Aktionär sich an Abstimmungen auf Versammlungen beteiligt, der kein wirtschaftliches Interesse oder möglicherweise ein negatives Interesse am Unternehmen hat?“

38 Ebenda.

laut Paul Myners, dem früheren Vorstandsvorsitzenden von Marks und Spencer – „allgemein unter weniger Arbeitsplatzsicherheit und unter dem Verlust von Leistungen leiden“. Festzuhalten bleibt, dass die von den Hedgefonds praktizierten, fremdfinanzierten Übernahmen zum Zweck der Gewinnerzielung mit Schulden erkaufte werden, die die übernommene Firma zurückzahlen muss. Je mehr Fremdfinanzierung, um so größer das Risiko eines zukünftigen Scheiterns des Unternehmens, wobei die Arbeitnehmer als erstes die Leidtragenden sind. Die Arbeitnehmer könnten zu zweifachen Verlierern dieser Entwicklung werden, da die erzielten hohen Gewinne dadurch

entstehen, dass in vielen Rechtssystemen die Zinsen bei der Steuer geltend gemacht werden können. Im Grunde läuft es darauf hinaus, dass die Gewinne durch Steuer-gelder subventioniert werden. Weniger steuerliche Belastung der Besitzer des Großkapitals bedeutet, wenn sich sonst nichts ändert, mehr steuerliche Belastung der Arbeitnehmer.

### Schlussfolgerung

Die Krise staatlicher Rentenzahlungen hat dazu geführt, dass ein wachsender Teil der Altersvorsorge der Bürger in Hedgefonds angelegt wird. Die ursprünglichen Gründe,

warum Hedgefonds nicht reguliert wurden, weil sie nämlich nur einer begrenzten Anzahl von Anlegern offen standen, bestehen nicht mehr. Eine stärkere Regulierung der Hedgefonds – auch um den Verpflichtungen bei den Sozialleistungen nachzukommen – ist deshalb überfällig. Sonst würden Hedgefonds einfach zu einem Mechanismus, mit denen man soziale Verpflichtungen umgehen kann.

**Aldo Caliarì**, ist zuständig für das „*Rethinking Bretton Woods Project*“ des US-amerikanischen *Center of Concern*.