

Bahn, Christopher

Working Paper

Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in Deutschland. Ein Beitrag zur Versachlichung der Debatte

WZB Discussion Paper, No. SP III 2006-202

Provided in Cooperation with:

WZB Berlin Social Science Center

Suggested Citation: Bahn, Christopher (2006) : Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in Deutschland. Ein Beitrag zur Versachlichung der Debatte, WZB Discussion Paper, No. SP III 2006-202, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/48954>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Christopher Bahn

**Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in Deutschland.
Ein Beitrag zur Versachlichung der Debatte**

discussion paper

SP III 2006-202

Februar 2006

**Social Science Research
Center Berlin**

Research Area III:
Organizations and Knowledge

Research Unit:
Internationalization and Organization

**Wissenschaftszentrum Berlin für
Sozialforschung**

Schwerpunkt:
Organisationen und Wissen

Abteilung:
Internationalisierung und Organisation

Zitierweise/Citation

Christopher Bahn: Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in Deutschland. Ein Beitrag zur Versachlichung der Debatte

ISSN-Nr.: 1011-9523

Kontakt/Contact:

Bahn@wz-berlin.de

Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung gGmbH (WZB)
Reichpietschufer 50, D-10785 Berlin
Phone: ++49 30 25491-0
www.wz-berlin.de

Zusammenfassung

Private Equity und Hedge Fonds nach englischem und amerikanischem Modell drängen immer mehr auf die deutschen Finanzmärkte. Die Auswirkung von Hedge Fonds auf die Funktionsweise der deutschen Finanzmärkte und eine zunehmende Verflechtung zwischen deutschen und angelsächsischen Finanzakteuren sind im Allgemeinen positiv zu bewerten. Sie beanspruchen jedoch auch ein Regulierungssystem mindestens auf europäischer, wenn nicht auf globaler Ebene.

Abstract

Private equity and hedge funds are gaining influence over German financial markets. The resulting interaction between different financial models can, as a whole, be seen as a positive development. Hedge Funds have been shown to increase potential gains, albeit with increased risk, and work as a stabilising force on the German financial market. The hedge fund model does, however, offer a new set of legal loopholes which need to be regulated on a pan-European, if not global, level.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
1. Entstehungsgeschichte, Basisstrategien und grundlegende Charakteristika von Hedge-Fonds	3
2. Verflechtungen von Hedge-Fonds mit deutschen Finanzakteuren und Auswirkungen auf den Finanzplatz Deutschland	7
2.1 Regulierung von Hedge-Fonds in Deutschland	9
2.2 Hedge-Fonds als Ziel von Investments deutscher institutioneller Investoren	12
2.3 Hedge-Fonds als Handelspartner von deutschen Großbanken (= Prime Brokern)	13
2.4 Hedge-Fonds als Akteure auf deutschen und europäischen Finanzmärkten	15
3. Die Wirkungen von Hedge-Fonds als Investoren in Deutschland	18
Fazit	22
Literatur	23
Verzeichnis der Graphiken	
Graphik 1: Typische Akteurskonfiguration eines Hedge-Fonds	5
Graphik 2: Hedge-Fund-Marktkennzahlen	8
Graphik 3: Gesamtinvestitionen in Hedge-Fonds September 2004	11
Graphik 4: Verwaltete Vermögen in Hedge-Fonds in Deutschland	11
Graphik 5: Von inländischen Kapitalanlagegesellschaften verwaltete Publikumsfonds zum 31. Dezember 2004	12

Einleitung¹

Seitdem der heutige Bundesarbeitsminister Franz Müntefering angelsächsische Finanzinvestoren pauschal als „Heuschrecken“ bezeichnete, hat das in der deutschen Öffentlichkeit seit langem grassierende Unbehagen vor den negativen Konsequenzen der Globalisierung einen neuen Sündenbock gefunden. Häufig erscheinen negative Konsequenzen von sektoralen und betrieblichen Strukturanpassungen als Resultat eines zunehmenden Engagements insbesondere von Hedge- und Private-Equity-Fonds auf deutschen Finanz- und anderen Märkten für Unternehmensbeteiligungen, die ohne Berücksichtigung langfristiger Unternehmens-, Belegschafts- oder Konsumenteninteressen nur an der kurzfristigen Realisierung möglichst hoher Renditen interessiert sind. Der in der wissenschaftlichen Diskussion korrespondierende Begriff der Finanzialisierung (Hoepner 2003; Jürgens 2003; Windolf 2005) erweitert diese personalisierten Schuldzuweisungen auf die Handlungslogiken der Finanzmärkte, die vermittelt über institutionelle Investoren wie Hedge- oder Private-Equity-Fonds oder unmittelbar über die (Finanz-)Vorstände der börsennotierten Unternehmen die Strategieoptionen des Managements stark beschränken und letztendlich negativ auf kurzfristige Gewinnmaximierung orientieren.

Dieser Paradigmenwechsel in der Unternehmensführung sei sowohl Resultat als auch wesentliche Determinante der Unterminierung des in der wissenschaftlichen und publizistischen Debatte so bezeichneten „Deutschen Modells“, das gerade in seiner Orientierung auf die langfristige Interessenkongruenz zwischen Unternehmensmanagement, Belegschaften und kreditierenden Banken die ökonomische Überlegenheit des „Rheinischen Kapitalismus“ nach innen wie nach außen konstituierte. Letztendlich sind jedoch auch im Finanzialisierungsdiskurs die aus deutscher Sicht neuartigen, aber auch die traditionellen Finanzinvestoren, unabhängig ob sie aus den angelsächsischen Ländern oder aus Deutschland stammen, wesentlich verantwortlich für die Reorientierung deutscher Unternehmensstrategien mit den unterstellten negativen Konsequenzen. Auffällig ist jedoch, dass die Funktionsweisen, Zielsetzungen und Handlungslogiken dieser angelsächsisch geprägten oder aus diesen Ländern stammenden Finanzmarktakteure in Deutschland außerhalb eines kleinen Kreises von Experten nur wenigen bekannt sind.

¹ Ich danke Antje Blöcker und Sebastian Botzem für eine sehr hilfreiche Kommentierung und Begutachtung des Manuskriptes; ebenso Hedwig Rudolph und Michael Wortmann für ihre kritische Anmerkungen.

Im Folgenden wird daher zunächst auf eine weitere umfassende Darstellung und Reflexion der Finanzialisierungsdebatte verzichtet, sondern vielmehr auf einen bisher in der deutschen Debatte noch nicht ausreichend gewürdigten Aspekt der unter dem Begriff der Globalisierung bezeichneten zunehmenden internationalen Verflechtungen auf den Produkt- und Finanzmärkten eingegangen: die zunehmende Transaktionsintensität deutscher Finanzmarktakteure mit angelsächsischen Finanzinvestoren (Lütz 2002; Streeck/Höpner 2003). Dieser Sachverhalt und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für den „Finanzplatz Deutschland“, aber auch für die in anderen Wirtschaftssektoren operierenden Unternehmen ist zentraler Gegenstand eines Kooperationsprojektes mit der London School of Economics (LSE), in dem – zunächst in einer explorativen Vorphase – Marktanalysen, Sekundärstudien, aber auch Experteninterviews mit involvierten Banken und Aufsichtsbehörden in London und Frankfurt am Main ausgewertet wurden. Aufgrund vor allem der Auswertung der Experteninterviews konnten neuartige Erkenntnisse über Hedge-Fonds, ihre Verflechtungen mit anderen Finanzmarktakteuren und ihre Strategien für den deutschen Markt gewonnen werden, die zur Ergänzung und kritischen Einbettung in die deutsche Debatte im Folgenden dargestellt werden². Erste Ergebnisse dieser Exploration bilden daher den Kern dieses Papiers, in dem zuerst in einem einführenden Kapitel die Entstehungsgeschichte von Hedge-Fonds, ihre grundlegenden Charakteristika sowie die hier und in der Literatur als Basisstrategien bezeichneten Handlungslogiken im engeren Sinne nachgezeichnet werden. Anschließend sollen dann die Auswirkungen von Hedge-Fonds auf die Funktionsweise von deutschen Finanzmärkten, des „Finanzplatzes Deutschland“, und „klassischen“ Finanzmarktakteuren wie Großbanken und Versicherungen diskutiert werden. Diese Darstellung leitet über zum letzten Kapitel, das, von den bisherigen Ergebnissen und Überlegungen ausgehend, den Finanzialisierungsdiskurs wieder aufnimmt und die Auswirkungen eines verstärkten Engagements von Hedge-Fonds als Investoren auf die deutsche Volkswirtschaft problematisiert.

Im Fazit wird dann die These vertreten und begründet, dass angelsächsische Finanzinvestoren und ihre Handlungslogiken zwar neue Herausforderungen für Unternehmen aus verschiedenen Sektoren in Deutschland mit sich bringen, ihre Wirkungen jedoch differenziert zu beurteilen sind. Insbesondere auch die positiven Folgen eines verstärkten Engagements von Hedge- und Private-Equity-Fonds in Deutschland sind ein Grund für eine intensive Verflechtung mit „klassischen“ deutschen Finanzmarktakteuren. Aufgrund der ausschließlichen Orientierung von Hedge-Fonds am Shareholder-Value-Prinzip werden jedoch künftig korporatistische Arrangements, die nicht unmittelbar den ökonomischen Interessen der von ihnen kontrollierten Unternehmen dienen, außerordentlich erschwert. Sowohl der Staat als auch die Gewerkschaft-

2 Die Experten sind zur Anonymisierung im weiteren nach ihrer geographischen Herkunft und einer laufenden Nummer bezeichnet.

ten als wichtigste Stakeholder solcher Arrangement werden daher ihre Strategien erheblich überdenken müssen.

1. Entstehungsgeschichte, Basisstrategien und grundlegende Charakteristika von Hedge-Fonds

Im Gegensatz zur landläufigen Meinung sind Hedge-Fonds keine Erfindungen der 80er oder 90er Jahre des letzten Jahrhunderts, sondern existieren schon seit den 40er Jahren in den USA. Die ursprüngliche Absicht des Gründers des ersten Hedge-Fonds, des Wirtschaftsjournalisten Alfred Winslow (Just 2005), ist auch heute noch bestimmend für eine große Anzahl bestehender Fonds: Die Realisierung positiver Renditen bei allgemein steigenden und fallenden Marktkursen durch den Gebrauch von Derivaten – hochspekulative „Wetten“ auf die Kursentwicklung von Gütern jeglicher Art, wie z.B. Aktien und Rohstoffen. Aufgrund der damit verbundenen, vergleichsweise hohen Risiken werden Hedge-Fonds in der Regel nicht an Privatkunden mit durchschnittlichem Einkommen vertrieben, sondern an so genannte „High Net Worth Individuals“ (sehr vermögende Privatkunden), institutionelle Investoren wie Banken und Versicherungen und – auf dem U.S.-amerikanischen Markt bedeutsam – an Stiftungen:

“So, yes, there is a lot of money going in from different sorts of investors, in the hedge funds – private individuals are still big, but banks, pension funds, insurance companies, state-owned money. A lot of money is going into the industry.”
(London, 3)

Trotz großer Unterschiede in den verfolgten Anlagestrategien und internen Organisationsstrukturen können gemeinsame Merkmale von Hedge-Fonds identifiziert werden, die teilweise im deutlichen Kontrast zu traditionellen Investmentfonds stehen (Kamp/Krieger 2005):

1. Hedge-Fonds haben eine größere Auswahl an Investitionsmöglichkeiten als „klassische“ Investment-Fonds, die sich häufig nur auf Rentenpapiere, Aktien oder Immobilien beschränken. Insbesondere handeln Hedge-Fonds – wie oben beschrieben – auch mit Derivaten.
2. Aus steuerlichen Gründen, aber auch wegen der geringeren rechtlichen Regulierungsdichte befinden sich die Vermögenswerte von Hedge-Fonds fast ausschließlich in so genannten Steueroasen wie zum Beispiel auf den Cayman- oder Virgin-Inseln oder der Kanalinsel Guernsey. Das Management hingegen ist überwiegend in den internationalen Finanzzentren, vor allem in London und New York, angesiedelt.
3. Hedge-Fonds nutzen häufig in größerem Umfang Fremdkapital als „Hebel“ (leverage) zur Steigerung der Rendite. Diese Strategie wirkt jedoch in zwei Richtungen, denn sowohl realisierte Gewinne als auch Verluste können

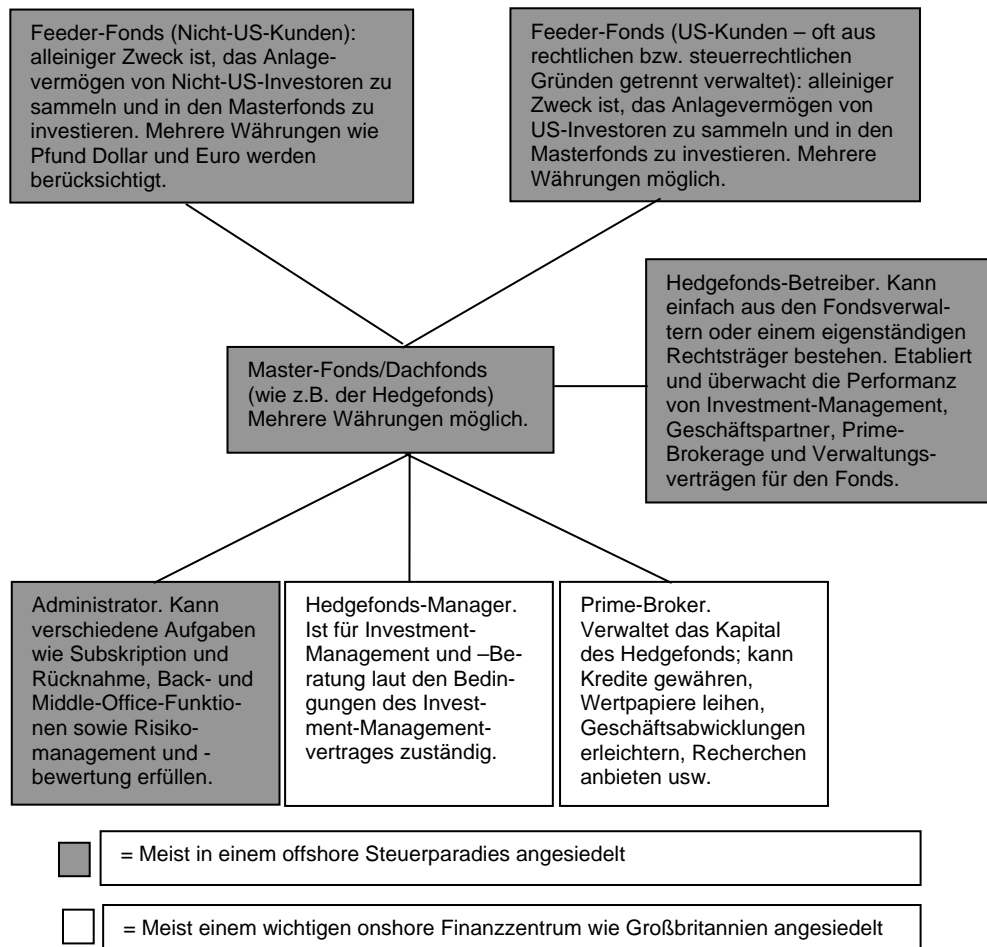
durch den massiven Einsatz von Fremdkapital enorm gesteigert werden. Nicht zuletzt aus diesen Gründen sind Hedge-Fonds in die öffentliche Aufmerksamkeit gerückt.

4. Das Management von Hedge-Fonds wird prozentual anteilig nach den jährlich effektiv erwirtschafteten Gewinnen vergütet und nicht, wie bei anderen Investment-Fonds, nach der Performance im Vergleich zu Branchen- oder Kursindices. Die große Attraktivität der Hedge-Fonds für Investoren resultiert aus dieser absoluten Gewinnerzielungsorientierung auch bei einem schwachen Marktumfeld, d.h. bei fallenden Kursen. Die Erwartungen der Investoren sind dementsprechend hoch und erzeugen einen entsprechenden Konkurrenzdruck unter den Anbietern:

“... the mortality in hedge funds is quite high. There are 8000 hedge funds around the world. As a matter of fact, the first 100 has 8% of the money, so the others are trying.“
(London, 3)

Wie oben schon erwähnt, sind aus steuerlichen und regulatorischen Gründen die verschiedenen Funktionalitäten von Hedge-Fonds bzw. die darauf spezialisierten Akteure nicht räumlich konzentriert, sondern zwischen den so genannten „Steuerparadisen“ (*off-shore*) und den internationalen Finanzmarktzentren (*on-shore*) verteilt (s. Grafik 1). So befinden sich die eigentlichen Initiatoren (= Betreiber) und Administratoren der Hedge-Fonds, die das Vermögen operativ verwalten und die Handelstransaktionen ausführen, zusammen mit den Vermögenswerten außerhalb der Jurisdiktion der wichtigsten Finanzmarktzentren und sind daher auch einer aufsichtsrechtlichen Überwachung nicht zugänglich. Sowohl das Management, das die grundlegenden Basisstrategien festlegt und die verschiedenen Investmentalternativen evaluiert, als auch die als Prime Broker bezeichneten wichtigsten Handelspartner nutzen hingegen durch ihre räumliche Lage die *economies of sale and scope* der großen Finanzmarktzentren.

Graphik 1: Typische Akteurskonfiguration eines Hedge-Fonds³



Über Hedge-Fonds wird jedoch nicht nur wegen der räumlichen Verteilung verschiedener Funktionalitäten in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert, sondern auch wegen der von ihnen verfolgten Anlagestrategien, die in der Vergangenheit teilweise zu erheblichen Marktturbulenzen geführt haben und nachfolgend kurz systematisiert werden (Suri 2005):

1. Am bekanntesten sind die so genannten Makrostrategien, die etwa mittels umfangreicher Devisenspekulationen auf globale oder nationale ökonomische Entwicklungen setzen und zum Beispiel 1992 zum Ausscheiden Großbritanniens aus dem Europäischen Währungssystem (EWS) geführt haben.⁴ Die Fonds mit diesen Strategien haben aufgrund der notwendig

3 Institutionelle Investoren bevorzugen häufig aus steuerlichen Gründen die Zwischenschaltung von so genannten *Feeder-Fonds*, deren einziger Zweck die Bündelung des in Hedge-Fonds zu investierenden Kapitals ist.

4 Nach einer Schätzung (London, 4) unterlagen noch 1990 70% aller in Hedge-Fonds verwalteten Assets Makrostrategien.

hohen Kreditaufnahme und des damit verbundenen Risikos ihre Bedeutung spätestens seit der Jahrtausendwende erheblich eingebüßt und sind zahlenmäßig stark zurückgegangen.

2. In der deutschen Debatte heftig umstritten sind auch die so genannten ereignisorientierten Strategien, die auf die Wertentwicklung einzelner Firmen in Umbruchsituationen, zum Beispiel aufgrund von Zahlungsschwierigkeiten, spekulieren. Hedge-Fonds mit diesen Strategien halten ihre Unternehmensbeteiligungen häufig über einen längeren Zeitraum und sind daher den langfristig orientierten Private-Equity-Fonds ähnlich.
3. Mit marktneutralen Strategien versuchen Hedge-Fonds-Manager die Risiken allgemein sinkender oder steigender Kurse gegeneinander auszugleichen und damit bei allen Marktentwicklungen eine positive Rendite zu erzielen.

Mit ihren Investitionsstrategien unterscheiden sich Hedge-Fonds damit deutlich von anderen Investmentfonds. Seit Mitte der 90er Jahre sind jedoch Konvergenzprozesse zu beobachten:

“So hedge funds are getting so large that they think of themselves, not as a simple hedge fund, but as an asset management business, the same as any other asset management business with a different bias of the way they run money. So, if you fast-forward this into the future, ... there won't be a stark differentiation between hedge funds and long-earning.⁵” (London, 4)

So verfolgen einige Hedge-Fonds zunehmend langfristige Anlagestrategien, die bis zur langfristigen Beteiligung an nichtbörsennotierten Unternehmen reichen können:

“Well, I think hedge funds are now slowly moving into the private equity sphere in any case. I mean, they are beginning to realize that probably the biggest returns in the last few years have been at the biggest investments that private equity funds have made. In fact, you might note that hedge funds have now started bidding together with private equity consortia for private equity invest funds. ... So it's not truly private equity, but more long-term investment.” (London, 1)

Da quantitative Aussagen über Hedge-Fonds allgemein und über ihre Anlagestrategien insbesondere nur schwer erhältlich und dann mit Fehlern behaftet sind⁶, kann an dieser Stelle keine Quantifizierung dieses Trends erfolgen. Die

5 “Long-earning” bezeichnet hier als Oberbegriff “klassische” Investmentfonds, die ihre Vermögensgegenstände in der Regel über einen längeren Zeitraum halten.

6 Da Hedge-Fonds und ihr Management gerade aufgrund außergewöhnlicher Anlagestrategien und Fähigkeiten bewertet werden, sind Informationen über die Zusammensetzung der Portfolios und der verfolgten Investmentstrategie naturgemäß nur sehr selten und selektiv erhältlich. Für die Performancevergleiche zwischen Hedge-Fonds und mit anderen Investmentfonds existieren inzwischen Indices (z.B. CSFB/Tremont; HFR), die aber Probleme in der Datenbasis aufweisen: So scheiden z.B. insolvente Hedge-Fonds aus der Statistik heraus und verzerren daher die Performance- und Risikowerte positiv. Da eine Publizitätspflicht für Hedge-Fonds nicht besteht, wird auch die Gefahr der selektiven Veröffentlichung

interviewten Experten waren sich jedoch über die Folgen dieser Entwicklung einig: Insbesondere die Hedge-Fonds, die auch langfristige Investmentstrategien verfolgen, werden künftig neben der immer bestehenden Option, bei Divergenzen über die Ausrichtung der Unternehmensstrategien ihre Anteile zu verkaufen, stärker auf Hauptversammlungen und informellen Gesprächen mit der Unternehmensführung ihre Anliegen durchzusetzen versuchen. Die potentiellen Folgen dieser Strategieänderungen für deutsche Unternehmen werden weiter unten ausführlicher diskutiert.

2. Verflechtungen von Hedge-Fonds mit deutschen Finanzmarktakteuren und Auswirkungen auf den Finanzplatz Deutschland

Deutsche Finanzmarktakteure können auf zweierlei Weise mit Hedge-Fonds interagieren: Sie können als Investoren eigene oder Kundeneinlage einbringen oder sie betreiben als Handelspartner ein Vielzahl von Markttransaktionen mit Hedge-Fonds. Während weltweit sowohl die Anzahl der Investoren als auch die Höhe der Einlagen spätestens seit 1990 deutlich gestiegen ist, kommen als Handelspartner nur wenige Großbanken wie die Deutsche Bank in Betracht, die sowohl über das notwendige Markt- und Fachwissen als auch über das (Risiko) Kapital verfügen, um umfangreiche Finanztransaktionen mit Hedge-Fonds eingehen zu können.

und Mitteilung von Daten diskutiert: Erfolgreiche Fonds werden wahrscheinlich umfangreicher oder überhaupt ihre erzielten Resultate berichten, während gering rentierliche Fonds aus Reputationsgründen eher zurückhaltend sein werden. Aus den genannten und anderen Gründen sind daher die zur Verfügung stehenden Indices mit einer gewissen Vorsicht zu behandeln. (Bessler/Drobeta/Henn 2005; Suri 2005)

Graphik 2: Hedge-Fund-Marktkennzahlen, Totalvermögenswerte per 30. Juni 2003



Quelle: RMF Investment Management Group/ Hedge Fond Research, <http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/PDFs/Konferenzbinder%20II.%20Forum%20Alternative%20Investments.pdf>, S. 61).

Dieses Handelsgeschäft ist für die beteiligten Großbanken sehr attraktiv und generiert zusammen mit anderen Sparten des Investmentbankings einen großen Umsatz- und Ertragsanteil (Larsen 2005), der zum relativen Bedeutungszuwachs des Investmentbankings innerhalb der deutschen Großbanken beigetragen hat. Viele europäische einschließlich der deutschen Großbanken haben daher ihre Geschäftsbeziehungen mit Hedge-Fonds erheblich ausgeweitet:

“But it’s very clear that the largest German institutions, like all the largest institutions around the rest of Europe, are very keen to get into the hedge funds race, to offer their investors hedge fund alternatives.” (London, 4)

Die zunehmenden Verflechtungen (nicht nur) deutscher Primebroker mit den angelsächsischen Finanzinvestoren haben jedoch nicht nur Auswirkungen auf den Finanzsektor selbst, sondern auch auf andere Wirtschaftsbranchen. So beruht das zunehmende Engagement von Hedge- und Private-Equity-Fonds z.B. in deutschen Wohnungsbaugesellschaften neben einer positiven Markteinschätzung auch auf den hohen Kreditvolumina, die dieser Investorengruppe zu sehr günstigen Konditionen angeboten werden und daher auch Investments

ermöglicht, die von anderen Marktteilnehmern und unter anderen Marktumständen als unattraktiv bewertet würden:

„Private Equity-Gesellschaften aber auch in Hedgefonds [wird] das Kapital hinterher geschmissen. [Sie können] bei der Hilfe extrem niedrigen Zinsen Fremdkapital ausleihen, was natürlich vielen Investitionen lukrativ machen, die bei höheren Zinssätzen nicht so lukrativ wären.“ (Frankfurt, 1)

Auch die durch Hedge-Fonds erweiterten Investitionsmöglichkeiten werden von Banken und Versicherungen sehr positiv bewertet, da ein niedriges Zinsniveau und stagnierende Kursentwicklungen an den Aktienbörsen nur unzureichende Erträge generieren und daher die institutionellen Investoren erheblich unter Druck setzen, alternative Investments zu identifizieren:

„... die Wachstumschancen in Deutschland [sind gut, da] die Versicherer hier die Treiber schlechthin werden und müssen. Noch sind sie es nicht, aber draußen steckt eine Menge Geld, das investiert werden muss ... in Private Equity und Hedgefonds, weil sie sonst die entsprechenden Renditen, die sie auch uns versprochen haben, nicht [realisiert] werden können.“ (Frankfurt, 1)

Aus diesem Grund sind auch die Investitionen von deutschen institutionellen Investoren in Hedge-Fonds in den letzten Jahren erheblich angestiegen und werden künftig die Entwicklung der Branche wesentlich bestimmen.

2.1 Regulierung von Hedge-Fonds in Deutschland

Erst seit dem Investmentmodernisierungsgesetz von 2004 können Hedge-Fonds als so genannte „Funds of (Hedge-) Funds (FoF)“, d.h. Dachfonds, die in mehrere einzelne Hedge-Fonds investieren, nach einer Zulassung durch die BaFin öffentlich vertrieben werden, jedoch keine einzelnen, so genannten Single-Hedge-Fonds (Pütz 2005). Zuvor war eine Auflegung und eine Direktinvestition in Hedge-Fonds in Deutschland nicht gestattet, was jedoch teilweise durch die schon oben erwähnten Feeder-Fonds, die nur zum Zweck der Kapitalsammlung existieren, oder durch die Ausgabe von so genannten Zertifikaten, die die Kursbewegungen von Hedge-Fonds abbilden, umgangen werden konnte⁷. Die in Deutschland für Hedge-Fonds zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die für in die Deutschland öffentlich vertriebenen und von deutschen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegten Hedge-Fonds im Ausland zuständig ist (Frankfurt, 2). Im Zentrum der Aufsichtstätigkeit steht die Evaluierung der Risikomanagementsysteme, mit denen das Management der Hedge-Fonds bzw. ihre Muttergesellschaften sowie die Prime Broker die eingegangenen Risiken evaluieren

7 Quelle: http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/PDFs/Konferenzbinder_Frankfurt_Meets_London_neu.pdf, S. 4; http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/private_investors/75_Opinions+Topics/40_Funds/Content_Files/articles_funds/pi_art_1_hedgefonds_vision_and_money_2003.htm, [download vom 15.02.2005].

(BaFin 2005, S.182ff.). Das in der Regel in den „Steuerparadiesen“ deponierte Anlagevermögen und die Investmentstrategien, falls sie nicht zu Marktmanipulationen in Deutschland führen, unterliegen hingegen nicht der aufsichtsrechtlichen Überwachung. Auch bleiben die durch eine so genannte Privatplatzierung, d.h. durch den Direktvertrieb von Anteilen an institutionelle Investoren vertriebenen Hedge-Fonds ausländischer Anbieter, unberührt (Pütz 2005). Trotz der seit 2004 von der BaFin vorangetriebenen Vereinfachung der Genehmigungsverfahren gelten die deutschen gesetzlichen Bestimmungen im Vergleich zu den Vorschriften in anderen, traditionellen Finanzzentren wie Luxemburg oder London und insbesondere zu den „Steuroasen“ wie den Cayman-Inseln als restriktiv⁸:

„Regulierung, man muss ganz ehrlich sagen, im internationalen Vergleich regulieren wir schon verdammt viel. Und, es ist bestimmt nicht falsch zu behaupten, eventuell auch zu viel.“ (Frankfurt, 1)

Das Zentrum der europäischen Hedge-Fonds-Branche, sowohl bezüglich der verwalteten Kundeneinlagen als auch der Zahl der Managementgesellschaften, befindet sich daher nach wie vor in London (vergleiche folgende Grafik).

8 Nach einer Statistik der BaFin haben sich in Deutschland nur wenige Hedge-Fonds bzw. Kapitalanlagegesellschaften dem Zulassungsverfahren unterworfen (BaFin 2005, ab S. 182), das einer Auflegung von Fonds in Deutschland (=nach deutschem Recht) vorauszugehen hat. (Stand: 08.11.2005, e-mail von Fr. Neukötter (BaFin) vom 28.11.2005):

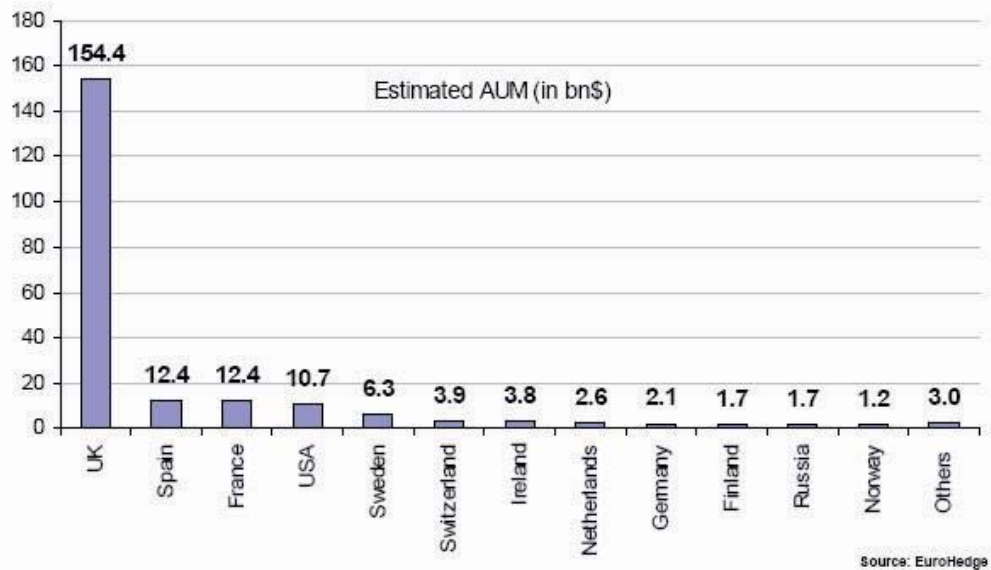
1. Inländische Anbieter:

- Zugelassene Single-Hedgefonds: 19
- Anträge Single-Hedgefonds: 5
- Zugelassene Dach-Hedgefonds: 12
- Anträge Dach-Hedgefonds: 5
- Erlaubniserweiterungsverfahren (abgeschlossen): 14

2. Ausländische Anbieter:

- Vertriebsgenehmigung ausländische Anbieter: 11
- Anträge Vertriebsgenehmigung ausl. Anbieter: 3

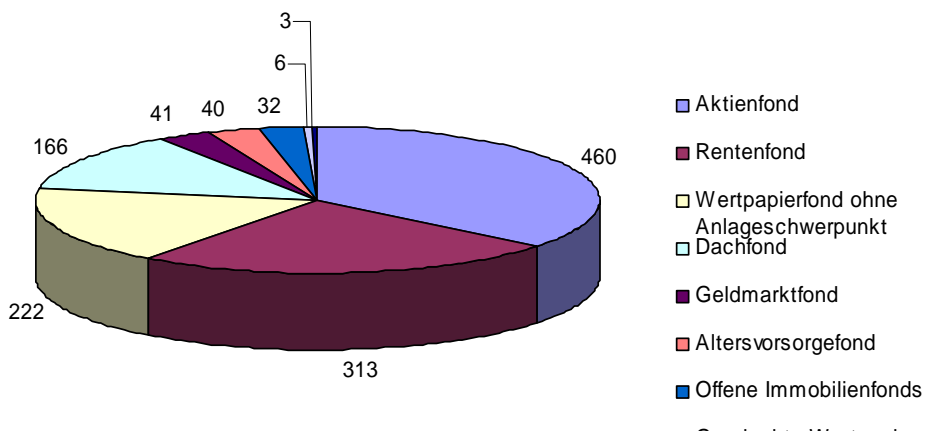
Graphik 3: Gesamtinvestitionen in Hedge-Fonds (in Euro) – Stand: September 2004



Quelle: http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/PDFs/Konferenzbinder_Frankfurt_Meets_London_neu.pdf, S. 84;
AUM = Asset under Management (durch Hedge-Fonds).

Trotz der bisher überschaubaren Anzahl von Hedge-Fonds, die nach deutschem Recht aufgelegt wurden bzw. unter dem Aufsichtsrecht der BaFin stehen, kann aufgrund der Marktnachfrage eine starke Zunahme dieser Fonds beobachtet werden (vgl. Zahlen der folgenden Grafik mit denen in der Fußnote 8).

Graphik 4: Verwaltete Vermögen in Hedge-Fonds in Deutschland

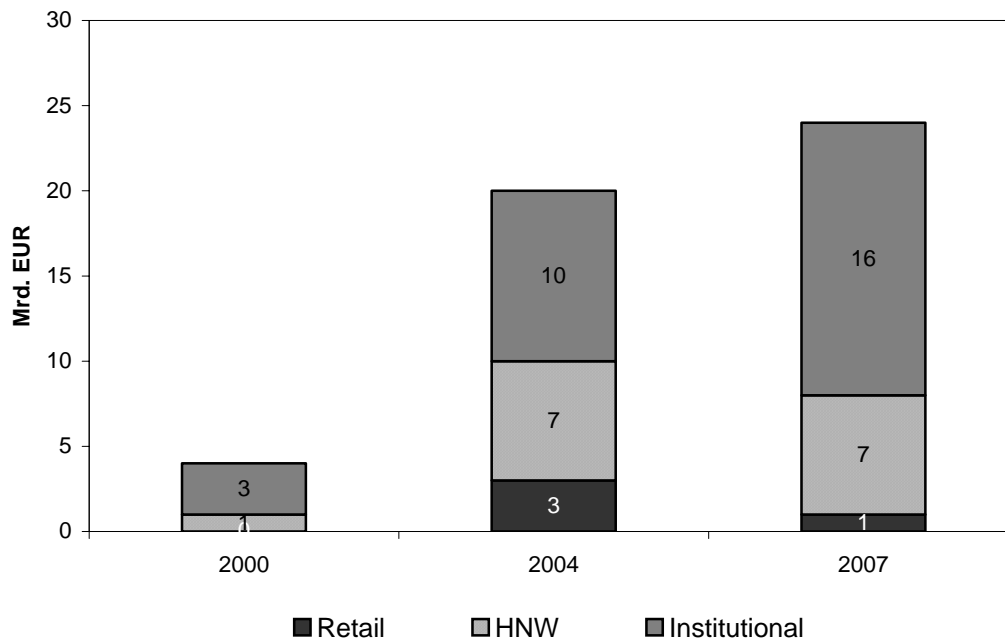


Quelle: Bafin 2005, S. 179.

2.2 Hedge-Fonds als Ziel von Investments deutscher institutioneller Investoren

Obwohl die Nachfrage nach Hedge-Fonds in Deutschland erheblich zugenommen hat, ist sie im Vergleich zu den USA und Großbritannien noch verhalten und stützt sich bis jetzt zum großen Teil auf vermögende Privatkunden.

Graphik 5: Von inländischen Kapitalanlagegesellschaften verwaltete Publikumsfonds zum 31. Dezember 2004



Quelle: http://www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/PDFs/IV.Forum_AI_Konferenzordner.pdf, S. 173; HNWI= High Net Worth Individuals (= vermögende Privatkunden).

Vor allem im Geschäft mit deutschen institutionellen Investoren werden jedoch große Zuwachschancen gesehen. Ein wesentlicher Grund für die bisherige Zurückhaltung dieser Investorengruppe liegt auch in dem, zumindest bei kleineren Banken und Versicherungen, mehr oder minder starken Wissensgefälle zugunsten der Hedge-Fonds. Von der Europäischen Zentralbank ist daher befürchtet worden, dass nicht alle Marktteilnehmer die spezifischen Charakteristiken, insbesondere auch die besonderen Risiken, die eine Investition in Hedge-Fonds mit sich bringen, ausreichend verstanden und überwacht haben (Europäische Zentralbank 2005). Dennoch ist von einem erhöhten Risiko für einzelne Investoren und damit von potentiellen spektakulären Zusammenbrüchen als Resultat einer Fehlspekulation von Hedge-Fonds nicht zu rechnen, da Investitionen in Hedge-Fonds nur einen kleinen Teil innerhalb der Invest-

mentportfolios darstellen (sollten)⁹ und daher selbst bei einem Totalverlust der Einlage nicht mit existentiellen Krisen und Bedrohungen der Kundeneinlagen zu rechnen ist. Für deutsche Lebensversicherungsgesellschaften ist sogar gesetzlich vorgeschrieben, dass sie nicht mehr als 5% des Deckungsstockes, der für die Erfüllung der mit den Versicherungsverträgen eingegangenen Verbindlichkeiten vorgesehen ist, insgesamt in Hedge-Fonds investieren dürfen, davon maximal 1% in einen einzelnen Fonds.¹⁰

Investitionen in Hedge-Fonds sind daher insgesamt positiv zu bewerten, da sie institutionellen Investoren wie Banken und Versicherungen in einem generell schwierigen Marktumfeld die Gelegenheit eröffnen, die angestrebten und z.B. für Lebensversicherungen auch gesetzlich und vertraglich geforderten Renditen zu erwirtschaften.

2.3 Hedge-Fonds als Handelspartner von deutschen Großbanken (= Prime Brokern)

Für eine Bewertung der Vorteilhaftigkeit von Hedge-Fonds für die wenigen (potentiellen) Handelspartner in Deutschland ist eine differenziertere Bewertung vorzunehmen. Die Geschäftsbeziehungen der so genannten Prime Broker mit Hedge-Fonds sind in der Regel sehr transaktionsintensiv und generieren daher ein hohes Gebühreneinkommen für die involvierten Großbanken:

“... what we've seen is that revenues of investment banks have increased phenomenally because of the operation of hedge funds.” (London, 1)

Zusammen mit den Erträgen aus Derivatgeschäften sind daher die Transaktionen mit Hedge-Fonds substantiell für die Rentabilität der Investmentbereiche der Universalbanken, die auch in Deutschland in den letzten Jahren erheblich die Ertragssituation der Gesamtbanken bestimmt haben. Die Geschäftsbeziehungen zu Hedge-Fonds tragen daher nicht unerheblich aufgrund der generierten Erträge und des Aufbaus von Markt- und Fachwissen zum Umbau der deutschen Universalbanken zu Investmentbanken angelsächsischen Typus bei.

Während das Gebührenaufkommen ein relativ risikoarmes Einkommen generiert, gehen die Prime Broker und andere involvierte Großbanken als so genannte Markt- oder Gegenparteien in Derivatgeschäften, dem zweiten Standbein des Transaktionsaufkommens mit Hedge-Fonds, vergleichsweise hohe

9 Als potentielle Obergrenze erscheint in der Literatur in der Regel 10% eines Investmentportfolios (Bessler/Drobtetz/Henn 2005).

10 Quelle: http://www.bvai.de/typo/fleadmin/templates/bai/PDFs/Konferenzbinder_Frankfurt_Meets_London_neu.pdf, S. 47.

Risiken – bezogen auf die einzelne Transaktion – ein. Bei einem angemessenen Risikomanagement, das einen Ausgleich verschiedener mit unterschiedlichen Hedge-Fonds eingegangenen Risiken auf der aggregierten Ebene des Gesamtportfolios anstrebt, ist nicht von einer erhöhten Gefährdung der Prime Broker aufgrund riskanter Investitionen von Hedge-Fonds auszugehen. Diese Einschätzung bezieht sich auch auf das Kreditgeschäft, das auf den gleichen Risikoüberwachungsmechanismen beruht.

Doch laut einer Studie der Europäischen Zentralbank sind gerade die von den Prime Brokern eingesetzten Risikomanagementsysteme noch nicht hinreichend auf die inherenten Risiken von Hedge-Fonds eingestellt (Europäische Zentralbank 2005), die sowohl mit dem Derivat- als auch dem Kreditgeschäft einhergehen. So sind insbesondere innerhalb von Finanzkonglomeraten die eingegangenen Risikopositionen der einzelnen Teilinstitute noch nicht ausreichend auf der Gesamtebene aggregiert. Auch können die Großbanken die Funktionsweise von Hedge-Fonds, auch die eingegangenen Risikopositionen mit verschiedenen Banken, nur unzureichend überwachen. Diese Unzulänglichkeiten sind im Rahmen der Gesamtevaluation von Risikoüberwachungssystemen der europäischen Großbanken nur von untergeordneter Bedeutung, zeugen jedoch vor allem für kontinentaleuropäische Institute noch von Wissensdefiziten bezüglich angelsächsischer Standards und Prozeduren im Finanzmarktbereich.

Gravierender sind jedoch die fehlenden Überwachungsmöglichkeiten sowohl der Großbanken als auch der Aufsichtsbehörden über die Vermögensverwaltungen der Hedge-Fonds, die sich mit wenigen Ausnahmen in so genannten Steuerparadiesen mit geringer regulatorischer Dichte befinden. Nur das Management von Hedge-Fonds befindet sich in der Regel – wie oben erwähnt – in den traditionellen Finanzmarktzentren wie London und Luxemburg und ist damit einer Überwachung zugänglich. Die Handelspartner von Hedge-Fonds sind daher Gefahren betrügerischer Manipulationen ausgesetzt, die naturgemäß jedoch auch bei Finanzprodukten *on-shore* nicht gänzlich ausgeschlossen werden können. Zu dieser Problematik und der Relevanz für deutsche Großbanken existieren jedoch keine detaillierten Angaben.

Insgesamt sind jedoch auch bei der Berücksichtigung der Verbesserungsfähigkeit der Risikoüberwachungssysteme die zunehmenden Verflechtungen deutscher Großbanken mit Hedge-Fonds aufgrund der generierten Einnahmen und des Kompetenzaufbaus positiv zu bewerten.

2.4 Hedge-Fonds als Akteure auf deutschen und europäischen Finanzmärkten

Als weitere makroökonomischen oder gesellschaftlichen Auswirkungen von Hedge-Fonds können die Effekte ihrer Transaktionen auf die Kapitalmärkte, insbesondere in diesem Zusammenhang von Interesse auf die deutschen, diskutiert werden. Sowohl in der öffentlichen als auch in der wissenschaftlichen Debatte erscheinen Hedge-Fonds in dieser Hinsicht als Akteure mit negativen, sogar bedrohlichen Auswirkungen auf die Stabilität und Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten, da sie mit hohen Investitionssummen operieren und vor allem auch im Derivatgeschäft sehr aktiv sind (Lowenstein 2001). Dieser Markteffekt von Hedge-Fonds muss in mehrere Elemente disaggregiert werden, um angemessen diskutiert werden zu können. So ist zu unterscheiden zwischen den Fonds mit Makrostrategien, dem potentiellen Zusammenbruch von Hedge-Fonds und den daraus entstehenden Risiken für die Marktparteien und dem allgemein intensiven Gebrauch von Derivaten von Hedge-Fonds.

Ein sehr intensiv diskutiertes Beispiel ist die Spekulation eines von George Sorrows geführten Fonds auf die Abwertung des britischen Pfunds im Europäischen Währungssystem (EWS), die 1992 zum Ausscheiden Großbritanniens aus dem EWS geführt hat (Ineichen 2004). Fonds mit solchen Makrostrategien sind auch für die Asienkrise verantwortlich gemacht worden, aufgrund einer Untersuchung des Internationalen Währungsfonds (IWF) jedoch als dominierende und auslösende Akteure freigesprochen worden (Eichengreen/Mathieson 1999). Aufgrund der hohen Risiken für die einzelnen Fonds mit Makrostrategien, die sich aus dem hohen Kapitalbedarf und der damit notwendigen Kreditaufnahme ergeben, sind Hedge-Fonds mit diesen Strategien sowohl in ihrer Anzahl als auch in dem eingesetzten Kapital erheblich zurückgegangen und werden daher nicht mehr als potentielle Bedrohung des Weltwirtschaftssystems angesehen.

Die Folgen eines möglichen Zusammenbruchs von Hedge-Fonds aufgrund von Fehlspekulationen werden insbesondere seit der Beinahepleite des LTCM und seiner spektakulären Rettung unter Federführung der New Yorker Niederlassung der Federal Reserve Bank intensiv diskutiert (Financial Services Authority 2005; Pütz 2005; Suri 2005). Die inherenten Risiken von Hedge-Fonds haben sich seitdem nicht verändert, werden in der Branche selbst jedoch intensiv reflektiert und haben im wesentlichen dazu geführt, dass Hedge-Fonds sich in der Fremdkapitalaufnahme und dem Leverage-Effekt bei Derivaten – soweit bekannt – selbst beschränken. Obwohl naturgemäß Informationen über Strategien von Hedge-Fonds nur sehr selektiv und eingeschränkt vorhanden sind, kann jedoch aus dem Ausbleiben eines vergleichbaren Skandals trotz fortgesetzter Pleiten von Hedge-Fonds durchaus von einem Lerneffekt aller Beteiligten ausgegangen werden:

„Es hat sich Unglaubliches getan, was diese Risiko-Managementsysteme angeht. [Ich möchte nicht] behaupten, dass das fehlerfrei funktioniert und alles abgesichert ist und alles sicher, aber zumindest seit 6 Jahren, oder vielleicht ist das schon 7 Jahre her, da hat sich enorm was getan. Das System wird ja ständig weiterentwickelt und jede Schwachstelle, die sich irgendwo mal dann auftut, gehen die entsprechenden Primebrokern hin und sagen: Okay, was ist da schief gelaufen? Wann verbessern Sie Ihr System?“ (Frankfurt, 1)

Die Möglichkeit einer Wiederholung eines vergleichbaren Szenarios sind damit weiterhin gegeben, die beteiligten Parteien sind jedoch besser vorbereitet. Eine potentielle gravierende Gefährdung des Weltfinanzsystems ist daher nicht auszuschließen, aber eher unwahrscheinlich. Dennoch hat die globale Zunahme der Anzahl von Hedge-Fonds und der verwalteten Kundeneinlagen zu einer erhöhten Aufmerksamkeit und Diskussion der europäischen, asiatischen und amerikanischen Aufsichtsbehörden geführt, innerhalb derer vor allem auch die BaFin eine kritische Stimme einnimmt (Reuters 2005). Gleichzeitig sollen jedoch auch durch die oben erwähnten rechtlichen Änderungen der „Finanzplatz Deutschland“ für Hedge-Fonds attraktiv gemacht werden:

“If you look at the regulators, they understand a reasonable amount because, in Germany, the regulators also want to develop and onshore market.” (London, 4)

Die britische Financial Services Authority (FSA) hingegen beurteilt Hedge-Fonds auch offiziell weitaus positiver auch wegen ihrer Bedeutung für London als Weltfinanzzentrum (Financial Services Authority 2005):

“So we see it mainly as a beneficial effect, basically reaffirms London centre as a global centre for asset management and a world leader.” (London, 2)

In diesem Zusammenhang steht auch eine weitere potentielle Gefährdung der Marktstabilität durch Hedge-Fonds, der umfangreiche Einsatz von Derivaten und Leerverkäufen (MacKenzie 2005). Aus ihrer Entstehungsgeschichte sind Derivate zunächst gesamtgesellschaftlich positiv zu beurteilen, da sie die Handelbarkeit von Risiken ermöglichen und damit eine Transaktion von risikoaversen zu riskoneutralen oder -affinen Marktteilnehmern ermöglichen mit makroökonomisch positiven Effekten. Inzwischen ist insbesondere in den Geschäftsbeziehungen zwischen Prime Brokern und Hedge-Fonds diese ursprüngliche Funktion in den Hintergrund getreten zugunsten einer reinen „Wettbeziehung“ auf die Entwicklung bestimmter Kurse oder Indices. Da diese Derivate sich nur noch nominell auf die zugrunde liegenden Vermögenswerte beziehen und die Transaktionsabwicklungen häufig auch ohne Einbeziehung dieser Vermögenswerte stattfinden, werden zunächst die realen Kursentwicklungen durch solche Derivatgeschäfte nicht unmittelbar berührt. Im Gegenteil favorisieren gerade Hedge-Fonds nichtbörslich gehandelte Derivate, da ihre Investmentstrategien für den allgemeinen Markt unsichtbar bleiben und sich daher der Markt nicht aufgrund ihrer Transaktionen in der Kursentwicklung *gegen sie wendet*, d.h. eine Verschlechterung der Transaktionsbedingungen bewirkt. Die Kursentwicklung börslich gehandelter Derivate und Marktgerüchte über Investmentstrategien haben jedoch eine große Signalwirkung und damit

auch Auswirkungen auf die zugrunde liegenden Vermögensgegenstände, die aber, falls es sich nicht um spekulative Blasen handelt, realwirtschaftliche Phänomene und Trends abbilden und damit zur Effizienzsteigerung der Finanzmärkte beitragen.

Hedge-Fonds betreiben als ein weiteres Instrument so genannte Leerverkäufe, die derivativen Strategien sehr ähnlich sind und aufgrund der Transaktion in realen Vermögensgegenständen häufig auch Kursreaktionen induzieren, die allerdings nur sehr kurzfristig sind. Bei Leerverkäufen (so genannte *short-positions*) leihen sich Hedge-Fonds gegen eine Gebühr Aktien oder andere Vermögensgegenstände, um sie sofort weiterzuverkaufen. Sie spekulieren darauf, diese Vermögensgegenstände am Ende der Leihperiode zu einem geringeren Kurs zurückkaufen zu können (d.h. sie spekulieren auf sinkende Kursnotierungen) und eine positive Differenz aus An- und Verkauf abzüglich der Leihgebühr zu erzielen. Da Leerverkäufen häufig reale Transfers der zugrunde liegenden Vermögenswerte einschließen, können die entsprechenden Kursnotierungen insbesondere zu typischen Stichtagen, an denen Leihperioden auslaufen (z.B. quartalsweise), durch solche Geschäfte – allerdings nur kurzfristig – beeinflusst werden.

Insgesamt kann daher eine negative marktverzerrende Wirkung von Hedge-Fonds nur in einem sehr eingeschränkten Umfang, und dann auch nur sehr kurzfristig angenommen werden. Diesen negativen Effekten stehen unbestreitbare positive Auswirkungen von Hedge-Fonds auf die Stabilisierung von Finanzmärkten und Kursentwicklungen gegenüber. Aufgrund der häufig zu traditionellen Investmentfonds konträren Anlagestrategien treten Hedge-Fonds häufig dann als Käufer von Vermögenswerten auf, die ansonsten keine Nachfrage finden (London, 4; London, 1). So trugen Hedge-Fonds sowohl an den Finanzmärkten in London wie in Frankfurt schon mehrfach zur Glättung von großen Kursausschlägen bei und verhinderten damit weitergehende Markt-turbulenzen:

“If you look at the London Stock Exchange, almost half of the activity of the London Stock Exchange is accounted for by hedge funds. ... And effectively, what that means is, hedge funds pretty much are crucial to our ability to trade on the stock exchange, [to provide] liquidity, to price formation on the stock exchange, which is a function of liquidity and, consequently, to market confidence, because a stock exchange is, in the large sense, a barometer of market confidence.” (London, 1)

Aufgrund des hohen Transaktionsanteils von Hedge-Fonds am Börsenhandel, der auch aus einer größeren Umschlagshäufigkeit von Vermögenswerten resultiert, ist daher die positive Marktwirkung von Hedge-Fonds nicht zu gering zu erachten. Insbesondere trägt ihrer Nachfrage nach neuartigen Finanzprodukten und ihren großen Handelsvolumina zur Ausdifferenzierung der europäischen und damit auch der deutschen Finanzmärkte und damit zu gesamtwirtschaftlichen Effizienzsteigerungen bei. Dennoch soll an dieser abschließen-

de Stelle nicht die Möglichkeit verschwiegen werden, dass gerade aufgrund der hohen Transaktionsvolumina und der schnellen Umschlagshäufigkeit von Hedge-Fonds auch in Deutschland kurzfristige Marktturbulenzen ausgehen können:

“Now, if you have a sudden problem with hedge funds so that investors lose confidence in them and start redeeming, what’s going to happen is that hedge funds are going to liquidate assets very quickly, which can only exert a downward pressure on prices. So, to the extent that the stock markets are integral to the economies of developed countries, hedge funds are critical to how the stock markets work today.”
(London, 1)

Aus der Sicht der Aufsichtsbehörden gravierend ist auch die Möglichkeit der Geldwäsche, da die Investoren und ihre Zahlungsströme ebenfalls in den Steuerparadiesen (nicht) registriert werden und damit einer aufsichtsrechtlichen Überwachung unzugänglich sind. Diese Thematik fügt sich in die allgemeine Diskussion über die negativen gesellschaftlichen Folgen von Steuerparadiesen ein und verdient eine Lösung auf globaler Ebene, die sich naturgemäß aufgrund der hohen Anzahl von Entscheidungsträgern schwierig gestaltet. Eine abschließende Beurteilung von Hedge-Fonds als Marktteilnehmer hat daher auch die fehlende Regulierung auf globale Ebene negativ einzubeziehen.

3. Die Wirkungen von Hedge-Fonds als Investoren in Deutschland

Unter der in der deutschen Diskussion als angelsächsische Finanzinvestoren bezeichneten Akteursgruppe verbergen sich – wie oben schon angedeutet – eine Vielzahl von Akteuren mit ganz unterschiedlichen Strategien und Zielsetzungen, die nicht ohne weiteres pauschal beurteilt werden können. In der Debatte am auffälligsten und auch für dieses discussion paper von besonderer Bedeutung sind die Hedge- und die Private-Equity-Fonds. Beide Akteursgruppen verfolgen ganz unterschiedliche Strategien und müssen daher auch in ihren Auswirkungen auf die deutsche Volkswirtschaft unterschiedlich bewertet werden. Eine Erwähnung und etwas ausführlichere Thematisierung von Private-Equity-Fonds bietet sich jedoch auch in diesem discussion paper über Hedge-Fonds an, da als relativ neuer Trend – wie oben erwähnt – einige Hedge-Fonds einen Teil ihres Kapitals langfristig in Unternehmen und andere geeignete Vermögensgegenstände investieren und damit zumindest teilweise den Charakter von Private-Equity-Fonds annehmen.

Private-Equity-Fonds investieren das von ihnen eingesammelte Kapital mit langfristigem Anlagehorizont in Unternehmensbeteiligungen, um diese nach erfolgreicher Wertsteigerung an der Börse zu verkaufen. Dafür sind sie in der

Regel auch aktiv an der Unternehmensführung beteiligt, so dass die Anzahl der gehaltenen Beteiligungen gering ist. Da besonders hohe Wertsteigerungen bei jungen oder angeschlagenen Unternehmen zu erwarten sind, beteiligen sich Private-Equity-Fonds häufig an Unternehmen mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten, um diese im Anschluss zu sanieren. Diese Sanierungen sind naturgemäß zumeist mit einem umfangreichen Personalabbau verbunden und daher auch in der Presse breit kolportiert, die Massenentlassungen als zentrales Ergebnis des zunehmenden Engagements angelsächsischer Finanzinvestoren stilisieren und damit das negative Bild dieser Branche in Deutschland erheblich mitgeprägt haben. Ohne die individuellen und volkswirtschaftlichen Nachteile von Arbeitslosigkeit und Massenentlassungen negieren zu wollen, stellt sich jedoch die Frage, ob die betreffenden Firmen ohne ein Engagement der Fonds überhaupt überlebt hätten bzw. in welchem Umfang Entlassungen zu beobachten gewesen wären. Selbst der eher kritische Bericht von Kamp/Krieger (2005) bescheinigt der überwiegenden Mehrheit der übernommenen Unternehmen eine vergleichsweise günstige ökonomische Perspektive.

Für die wissenschaftliche Diskussion ist jedoch die Einflussnahme der angelsächsischen Finanzinvestoren auf die Unternehmensführung, die entweder direkt wie bei Private-Equity-Fonds oder indirekt durch die Ausübung der Gesellschafter- bzw. Aktionärsrechte durch Hedge-Fonds erfolgt, noch aus einer anderen Perspektive problematisch. So sei die enge Kooperation zwischen Hausbanken und Management in der Unternehmensführung unter weitgehender Ausschaltung von Minderheitenaktionären, ein Kernelement des „Deutschen Modells“, aufgrund des verstärkten Engagements von Investment-Fonds, insbesondere auch Hedge-Fonds, gefährdet (Hall/Soskice 2001; Streeck/Höpner 2003; Windolf 2005). Dieser Tatbestand ist sicherlich, so weit er nicht schon eingetreten ist, potentiell gegeben. Sowohl Hedge- als auch Private-Equity-Fonds nehmen die angelsächsische Ausprägung einer normativ bewerteten guten „Corporate Governance“ ernst, die den Aktionären oder generell den Eigentümern einen dominierenden Einfluss auf die Ausgestaltung der langfristigen Unternehmensstrategien einräumen (Jürgens 2003). Wie ist dieser Sachverhalt zu bewerten? Aus der Fonds-Branche selbst erfolgt der Hinweis auf Enron oder WorldCom, deren betrügerische Machenschaften erst aufgrund der Initiative von Hedge-Fonds aufgedeckt oder maßgeblich vorangetrieben wurden (London, 4). Die „Nieten in Nadelstreifen“ (Ogger 1995) oder die „Macht am Main“ (Pfeiffer 1989) lassen darauf schließen, dass eine zu enge Kooperation zwischen Management und Hausbanken, die keiner weiteren Kontrolle unterliegt, nicht nur zu positiven Ergebnissen sowohl für die Volkswirtschaft als auch die betreffenden Unternehmen inklusive ihrer Belegschaften führen kann:

“In Germany, it’s certainly alien to their culture to have, perhaps, that conversation in the open rather than behind closed doors. But hedge funds do not go open without a reason. Typically, they will become more vocal in an open environment because

they've failed behind closed doors to get management to pay attention to what they're talking about." (London, 4)

Die enge Kooperation zwischen Hausbanken und dem Management von Unternehmen, basierte letztendlich auf den großen Aktienpaketen, die die deutschen Großbanken entweder direkt oder durch die von ihnen kontrollierten Aktiendepots und Investmentfonds indirekt kontrollierten. Diese Aktienpakete begründeten und legitimierten ein langfristiges Engagement der Hausbanken in den Vorständen der Unternehmen. Spätestens mit der Neuausrichtung der deutschen Großbanken zu Investmentbanken ist mehr als fraglich, ob sie als Großaktionäre andere Renditeziele verfolgt hätten als andere institutionelle Investoren. Die wesentlichen Impulse zur Entflechtung der „Deutschland AG“ (Streeck/Höpner 2003) gingen, befördert durch die 2002 von der rot-grünen Bundesregierung durchgeführte Steuerreform, von den deutschen Großbanken aus, die eine höhere Rendite ihres freiwerdenden Beteiligungskapitals durch eine stärkere Fokussierung auf das Investmentbanking erzielen wollten. Der Druck auf die Unternehmensleitungen zur Steigerung der Renditen ging daher ursprünglich zumindest indirekt von den Großbanken und nicht von den neuartigen institutionellen Investoren aus (Höpner 2003).

In der deutschen wirtschaftssoziologischen Debatte erscheint die zweifelsohne zu beobachtende Lockerung der engen Beziehungen zwischen Hausbanken und Management von Unternehmen als bedenklich. Die erzwungene stärkere Orientierung der Unternehmen an den Handlungslogiken der Finanzmärkte und damit die Finanzialisierung der Unternehmensführung lasse langfristige Entwicklungsstrategien zuungunsten von kurzfristigen Renditeerwägungen in den Hintergrund treten und gefährde die deutsche „diversifizierte Qualitätsproduktion“ (Sorge/Streeck 1988; Streeck 1991), die als Kernbestand deutscher Exportfähigkeit das Wohlergehen der Volkswirtschaft zentral determiniert (Windolf 2005). Offensichtlich kann diese Befürchtung für die Investitionen von Private-Equity-Fonds ausgeschlossen werden, da diese Finanzmarktakteure langfristig agieren und investieren und damit naturgemäß nicht nur auf kurzfristige Renditekennzahlen schauen. Hedge-Fonds hingegen sind in der Regel ausgesprochen kurzfristig agierende Investoren und schlagen ihre Portfolios im Durchschnitt sehr viel häufiger um als klassische Investment-Fonds, deren Verkaufsmentalität in wirtschaftlichen Krisenzeiten der gehaltenen Unternehmen im Kern der beklagten Finanzialisierung steht. Daher ist in der Tat eine Zunahme des Drucks auf Unternehmensleitungen zu vermuten, auch kurzfristig die von den Finanzmärkten geforderten Renditen zu generieren oder andernfalls ihrer Rücklagen entkleidet zu werden:

“Germany is no different. ... And what hedge funds have done, is that they've identified—hedge funds love to identify companies, since private equity companies do—companies that have cash on the balance sheet. ... But what they've done is that they've turned around to the companies and said: “Look, you've generated an enormous amount of cash. Either you use it or you lose it!”, meaning “do something with it”. Either be a management—go out and buy someone if it makes sense, or re-

invest in the business, you know, go out globally—or, they basically say, pay it back to the shareholders in a special dividend. And because, if you're not going to use it, then we'll have it. We are the shareholders of the company. You need to respect what we want, and we want that cash returned to us. Shareholding and having an influence on the board, and that became very difficult." (London, 4)

Damit verbunden ist ein zunehmender Druck auf die Unternehmensleitungen, ihre Strategien ausschließlich auf den unmittelbaren ökonomischen Erfolg ihrer Unternehmen zu beschränken. Korporatistische Vereinbarungen zwischen Gewerkschaften und Unternehmen, aber auch mit dem Staat sind daher vermutlich künftig weitaus schwieriger zu arrangieren, wenn sie keine unmittelbaren positiven ökonomischen Ergebnisse für die Unternehmen beinhalten:

„Die riesigen Gesellschaften, die in der Regel Angst haben vor Hedgefonds, sind meistens nicht so erfolgreich oder könnten erfolgreicher sein ... Corporate-Management, das nicht im Sinne seiner Aktionäre muss diese fürchten ... ‚Ihr bleibt am Ruder und wenn ihr nichts leistet, dann ersetzen wir Euch'.“ (Frankfurt, 1)

Die Autonomie des Managements wird künftig erheblich eingeschränkt zugunsten der Eigentümer sein. Den skizzierten zentralen Aussagen des Finanzialisierungsdiskurses ist daher mit einer Einschränkung zuzustimmen: Die Handelbarkeit von Unternehmensanteilen an den Börsen bringt eine strukturelle Entkopplung zwischen Eigentümern und Management mit sich und kann damit die Autonomie des Managements auch erhöhen. Hedge-Fonds treten in der Regel nicht als strategischer Investor auf und halten damit häufig jeweils nur einen geringen Anteil der Aktien einer Gesellschaft. Obwohl alle Investmentgesellschaften zusammengenommen häufig einen dominanten Einfluss in den Eigentümerversammlungen ausüben, sind sie nicht daran interessiert, ihre Strategien und Eigentumsrechte zu poolen, da sie ansonsten nach U.S.-amerikanischem und deutschem Recht den freien Aktionären ein Übernahmeangebot machen müssten. Der Einfluss von institutionellen Investoren auf die Unternehmensführung ist daher nur mittelbar, jedoch da in erheblichem Umfang, spürbar. Investitionspräferenzen und Analystenmeinungen prägen die Refinanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen erheblich. Die Subsumierung aller institutionellen Investoren zu einer Akteursgruppe mit einheitlichen Handlungslogiken verkennt jedoch, dass Hedge-Fonds häufig konträre Strategien zu allen anderen Marktteilnehmern verfolgen, d.h. gerade wenn „klassische“ institutionelle Investoren Unternehmensanteile aufgrund kurzfristig enttäuschter Renditeziele verkaufen, stehen bei mittel- bis langfristig günstigen Perspektiven Hedge-Fonds als Käufer bereit. Eine ausgeweitete Käuferbasis kann daher bei als ökonomisch sinnvoll bewerteten Unternehmensstrategien den Druck auf das Management auch verringern:

"There's actually no doubt that Germany, that hedge funds right now ... had an extremely positive view on the German market. They have been very early in identifying the restructuring thinking in Germany. They have been very, very good at identifying the companies which are strong beneficiaries of cost cutting, strong beneficiaries of reform, strong beneficiaries of certain industry expertise ... And they have been big buyers of Germany. They've been big believers in German turn-

around—turn-around in their real estate market, in the economy turning around—and they've been trying to concentrate on the key names they think will benefit from that restructuring and also from global things.” (London, 4)

Dennoch ist abschließend nicht zu verkennen, dass sich aufgrund der Verschiebungen der Eigentümerstrukturen die Autonomie des Managements verringert. Die Konsequenzen können positiv im Sinne einer stärkeren Kontrolle und Verantwortlichkeit der Unternehmensvorstände ausfallen. Eine stärkere Orientierung an kurzfristigen, von den Finanzmarktakteuren geforderten Renditezielen ist jedoch zu erwarten und wird nicht nur positive Folgen nach sich ziehen:

“They [Hedge-Fonds] may not 100% agree with what the company should do over the short and medium term. And hedge funds are often ... wrong—they're not always right. They will be wrong sometimes. Sometimes they'll ask the company to do something that is clearly out of self-interest in the short-term, but may not be in the longer term interest of the company.”(London, 4)

Für eine abschließende Bewertung sind daher weitere Untersuchungen zu den Strategien der übernommenen Unternehmen und ihrer Veränderungen im Zeitablauf durchzuführen.

Fazit

Zusammengefasst ergibt sich die Einschätzung, dass Hedge-Fonds auch in Deutschland die Auswahl an Investitions- und Transaktionsmöglichkeiten für Finanzmarktakteure erhöhen und damit zugleich die Finanzmärkte stabilisieren können. Diesen Vorteilen stehen jedoch bislang nur beschränkte Möglichkeiten der Risikoüberwachung und – auf globaler Ebene – die Gefahr der Geldwäsche gegenüber. Eine harmonisierte Regulierung von Hedge-Fonds auf europäischer, wenn nicht sogar auf globaler Ebene erscheint daher dringend geboten.

Eine abschließende Bewertung von Hedge-Fonds als Investoren in deutsche Unternehmen ist noch nicht möglich. Die Handlungsspielräume von Unternehmen bzw. des Managements haben sich im Zuge der hier als Finanzialisierung bezeichneten Prozesse nachhaltig verändert. Unabhängig von dem jeweiligen Standpunkt in dieser Debatte kann festgehalten werden, dass weder Hedge- noch Private-Equity-Fonds den Finanzialisierungsprozess in Deutschland maßgeblich initiiert haben. Ein verstärktes Engagement von Hedge-Fonds bewirkt jedoch zweifelsohne eine stärkere Finanzmarktorientierung deutscher Unternehmen. Welche Folgen sich daraus für die Unternehmensstrategien ergeben, ist eine offene und empirisch zu untersuchende Frage. Eine Personalisierung der Debatte auf Hedge- und Private-Equity-Fonds wird jedoch weder den Handlungslogiken dieser institutionellen Investoren gerecht, noch kann sie

die erheblichen Konsequenzen, die sich aus den in der Finanzialisierungsdebatte gekennzeichneten Veränderungen der deutschen Corporate Governance ergeben, adäquat beschreiben. Vielmehr ist den strategischen Neuausrichtungen der deutschen Großbanken ein weitaus größeres Gewicht beizumessen. Das „Deutsche Modell“ wird sich erheblichen Herausforderungen gegenübersehen, von denen Hedge-Fonds und andere neuartige institutionelle Investoren jedoch nur einen kleinen Anteil ausmachen:

“That type of discussion with hedge funds, if you take it outside of ... companies, take it outside of Germany, it is not something that only hedge funds do. ...This is nothing new; this is not hedge fund-specific. This has basically been going on for a very, very long amount of time, and this is about corporate governance and companies managing the company for their shareholders. And accountability.“ (London, 4)

Literatur

- Bessler, Wolfgang; Drobetz, Wolfgang; Henn, Jacqueline (2005): Hedge Funds: Die “Königsdisziplin” der Kapitalanlage, in: Dichtl, Hubert; Kleeberg, Jochen M.; Schlenger, Christian (2005): Handbuch Hedge Funds. Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation, Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch Verlag, S. 3-53.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Mai 2005): Jahresbericht 2004, Bonn/Frankfurt am Main.
- Eichengreen, Berry; Mathieson, Donald (1999): Hedge Funds: What Do We Really Know? IWF Economic Issues 19, September 1999.
- European Central Bank (2005): Large EU Banks’ Exposures to Hedge Funds, Frankfurt am Main, November 2005.
- Financial Services Authority (2005): Hedge Funds: A discussion of risk and regulatory engagement, discussion paper 05/4 (June), London.
- Hall, Peter A.; Soskice, David (Hgg.) (2001): Varieties of Capitalism. The institutional foundations of comparative advantage. Oxford: Oxford University Press.
- Höpner, Martin (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland. Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung. Band 46. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Ineichen, Alexander M. (2004): On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry, in: Baums, Theodor; Cahn, Andreas: Hedge Funds. Risks and Regulation. Berlin: De Gruyter Recht, S. 3-29.
- Jürgens, Ulrich (2003): The transformation of corporate governance systems in Japan and Germany: The end of Rhenian capitalism? In: Sung-Jo Park, Sierk Horn (Hrsg.). Asia and Europe in the new global system: Intercultural cooperation and competition scenarios. London. Palgrave, 2003, S. 66 – 73.
- Just, Daniel F. (2005): Geleitwort, in: Dichtl, Hubert; Kleeberg, Jochen M.; Schlenger, Christian: Handbuch Hedge Funds. Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation, Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch Verlag, S. VII-IX.
- Kamp, Lothar; Krieger, Alexandra (2005): Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, Arbeitspapier Nr. 103, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

- Larsen, Peter Thal (2005): Hedge funds help investment banks soar, Financial Times (FT.com), 27.11.2005).
- Lowenstein, Roger (2001): Der große Irrtum. Die spektakuläre Geschichte vom Aufstieg und Untergang des raffiniertesten Investmentfonds aller Zeiten. Stuttgart: Deutsche Verlagsanstalt.
- Mackenzie, Donald (2005): How a Superportfolio Emerges: Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage, in: Knorr-Cetina, Karin; Preda, Alex: The Sociology of Financial Markets, Oxford: Oxford University Press: S. 62-83.
- Lütz, Susanne (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Ogger, Günter (1995): Nieten in Nadelstreifen. Deutschlands Manager im Zwielficht. Droemer Knaur.
- Pfeiffer, Hermannus (1989): Die Macht am Main. Einfluß und Politik der deutschen Großbanken. Pahl-Rugenstein.
- Pütz, Achim (2005): Hedge Fund Opportunities in Germany. Practical Guidance Q & A for BAI Members, Bundesverband Alternative Investments, Bonn.
- Reuters (2005): EZB warnt vor Hedge-Fonds, in: Süddeutsche Zeitung, 18. Oktober 2005, S. 20.
- Sorge, Arndt ;Streeck, Wolfgang (1988): Industrial relations and technical change: the case for an extended perspective, in: Hyman, Richard; Streeck, Wolfgang (Hrsg.): New Technology and Industrial Relations, Oxford: Blackwell, S. 19-47.
- Streeck, Wolfgang (1991): On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production, in: Matzner, Egon; Streeck, Wolfgang (Hrsg.): Beyond Keynesianism. Aldershot: Elgar, S. 21-61.
- Streeck, Wolfgang; Höpner, Martin (2003): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG. Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung. Band 47. Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Suri, Anil (2005): Introduction to Hedge Fonds. An Alternative Investment Series. Merrill Lynch Global Securities Research and Economics Group, 22. June 2005.
- Windolf, Paul (2005): Die neuen Eigentümer, in: Windolf, Paul: Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, S. 8-19.

**Discussion Papers
des Forschungsschwerpunkts
Arbeitsmarkt und Beschäftigung**

**Abteilung
Organisation und Beschäftigung**

2000

Christoph Dörrenbächer
**Measuring Corporate Internationalisation.
A review of measurement concepts and
their use**
Bestell-Nr.: FS I 00 - 101

Michael Wortmann
**What is new about "global" corporations?
Interpreting statistical data on corporate inter-
nationalization**
Bestell-Nr.: FS I 00 - 102

2001

Hildegard Theobald
**Professionalisierungspolitiken im Kontext von
Internationalisierung und Feminisierung - Das
Beispiel der Verbände in der Unternehmens-
beraterbranche**
Bestell-Nr.: FS I 01 - 101

Hedwig Rudolph, Hildegard Theobald,
Sigrid Quack
**Internationalisierung: Ausgangspunkt einer
Neuformierung der Geschlechterverhältnisse
in der Unternehmensberatung?**
Bestell-Nr.: FS I 01 - 102

Alison E. Woodward
**Gender Mainstreaming in European Policy:
Innovation or Deception?**
Bestell-Nr.: FS I 01 - 103

2002

Christel Lane, Sigrid Quack
**How banks construct and manage risk.
A sociological study of small firm lending
in Britain and Germany**
Bestell-Nr.: FS I 02 - 101

Christoph Dörrenbächer
**National Business Systems and the
International Transfer of Industrial Models in
Multinational Corporations: Some Remarks on
Heterogeneity**
Bestell-Nr.: FS I 02 - 102

Christopher Bahn
**Die Bedeutung der lokalen Regulations-
systeme in Berlin für den Strukturwandel im
Einzelhandel**
Ein Untersuchungsdesign
Bestell-Nr.: FS I 02 - 103

Petra Potz
Die Regulierung des Einzelhandels in Italien
Grundlagen und Einfluss auf die Handelsstruktur
Bestell-Nr.: FS I 02 - 104

Jana Pannewitz
**World Wide Web-gestützte Befragungen in der
empirischen Sozialforschung: Ein Erfahrungs-
bericht**
Bestell-Nr.: FS I 02 - 105

Sebastian Botzem
**Governance-Ansätze in der
Steuerungsdiskussion**
Steuerung und Selbstregulierung unter den Be-
dingungen fortschreitender Internationalisierung
Bestell-Nr.: FS I 02 - 106

Marie-Laure Djelic, Sigrid Quack
**The Missing Link: Bringing Institutions back
into the Debate on Economic Globalisation**
Bestell-Nr.: FS I 02 - 107

**Discussion Papers
des Schwerpunkts
Organisationen und Wissen**

**Abteilung
Internationalisierung und Organisation**

2003

Christopher Bahn, Petra Potz, Hedwig Rudolph
**Urbane Regime - Möglichkeiten und Grenzen
des Ansatzes**
Bestell-Nr.: SP III 2003 - 201

Michael Wortmann
**Strukturwandel und Globalisierung des
deutschen Einzelhandels**
Bestell-Nr.: SP III 2003-202a

Michael Wortmann
**Structural Change and Globalisation of the
German Retail Industry**
Bestell-Nr.: SP III 2003-202b

Petra Potz
**Die Regulierung des Einzelhandels im
Großraum London**
Bestell-Nr.: SP III 2003-203

2004

Anne Schüttpelz
**Policy Transfer and Pre-accession
Europeanisation of the Czech
Employment Policy**
Bestell-Nr.: SP III 2004-201

Hedwig Rudolph
**Beyond the Token Status: Women in Business
Consultancies in Germany**
Bestell-Nr.: SP III 2004-202

2005

Sebastian Botzem, Sigrid Quack
**Contested Rules and Shifting Boundaries:
International Standard Setting in Accounting**
Bestell-Nr.: SP III 2005-201

Christoph Dörrenbächer, Mike Geppert
**Micro-political Aspects of Mandate
Development and Learning in Local
Subsidiaries of Multinational Corporations**
Bestell-Nr.: SP III 2005-202

Anke Blöcker
**Institutionalisierte Kooperationen im Wandel:
Verbundgruppen im deutschen Non-Food-
Einzelhandel**
Bestell-Nr.: SP III 2005-203

2006

Christoph Dörrenbächer, Jens Gammelgaard
**Subsidiary Redefinition: Charter Loss in a
German-owned Subsidiary in Hungary**
Bestell-Nr.: SP III 2006-201

Christopher Bahn
**Fluch oder Segen? Hedge-Fonds in
Deutschland. Ein Beitrag zur Versachlichung
der Debatte**
Bestell-Nr.: SP III 2006-202

**Bücher
des Forschungsschwerpunkts
Arbeitsmarkt und Beschäftigung**

**Abteilung
Organisation und Beschäftigung**

(nur im Buchhandel erhältlich)

Gernot Grabher, David Stark (Eds.)
**Restructuring Networks in Post-Socialism.
Legacies, Linkages and Localities**
1997
Oxford, Oxford University Press
360 S.

Christoph Dörrenbächer
**Vom Hoflieferanten zum Global Player.
Unternehmensorganisation und nationale
Politik in der Welttelekommunikations-
industrie**
1999
Berlin, edition sigma
226 S.

Hedwig Rudolph, Anne Schüttpelz
**Commitment statt Kommando. Organisa-
tionslernen in Versicherungsunternehmen**
1999
Berlin, edition sigma
146 S.

Hildegard Theobald
**Geschlecht, Qualifikation und Wohlfahrts-
staat. Deutschland und Schweden im
Vergleich**
1999
Berlin, edition sigma
200 S.

Christoph Dörrenbächer, Dieter Plehwe (Hg.)
**Grenzenlose Kontrolle? Organisatorischer
Wandel und politische Macht multination-
aler Unternehmen.**
2000
Berlin, edition sigma
312 S.

Swen Hildebrandt
**Jenseits globaler Managementkonzepte.
Betriebliche Reorganisationen von Banken
und Sparkassen im deutsch-französischen
Vergleich**
2000
Berlin, edition sigma
272 S.

Dieter Plehwe
**Deregulierung und transnationale Integra-
tion der Transportwirtschaft in
Nordamerika**
2000
Münster, Westfälisches Dampfboot
531 S.

Sigrid Quack, Glenn Morgan, Richard Whitley
(Eds.)
**National Capitalisms, Global Competition,
and Economic Performance**
2000
Amsterdam/Philadelphia, John Benjamins
Publishing Company
323 S.

Hedwig Rudolph (Hg.)
**Aldi oder Arkaden? Unternehmen und
Arbeit im europäischen Einzelhandel**
2001
Berlin, edition sigma
196 S.

**Bücher
des Schwerpunkts
Organisationen und Wissen**

**Abteilung
Internationalisierung und Wissen**

(nur im Buchhandel erhältlich)

Hedwig Rudolph, Petra Potz, Christopher Bahn
**Metropolen handeln. Einzelhandel zwischen
Internationalisierung und lokaler
Regulierung. Stadtforschung aktuell,
Band 101**

2005

Wiesbaden, VS Verlag für
Sozialwissenschaften

151 S.

Djelic, Marie-Laure, Quack, Sigrid (Eds.)
**Globalization and Institutions. Redefining
the Rules of the Economic Game**

2003

Cheltenham, Edward Elgar

S. 333

Christoph Dörrenbächer (Hg.)
**Modelltransfer in Multinationalen
Unternehmen. Strategien und Probleme
grenzüberschreitender Konzernintegration.**

2003

Berlin, edition sigma,

200 S.

Christoph Dörrenbächer
**Corporate Reorganisation in the European
Transport and Logistic Sector in the 1990s
Diversification, Internationalisation and
Integration, International Economics, Vol. 3**

2003

Münster/Hamburg/London, LIT Verlag

80 S.

Hedwig Rudolph, Jana Okech
**Wer ändern einen Rat erteilt ...
Wettbewerbsstrategien und Personalpolitik
von Unternehmensberatungen in
Deutschland**

2004

Berlin, edition sigma

174 S.

Bei Ihren Bestellungen von WZB-Papers schicken Sie bitte unbedingt einen an Sie adressierten Aufkleber mit sowie je paper eine Briefmarke im Wert von 0,51 Euro oder einen "Coupon Réponse International" (für Besteller aus dem Ausland)

Please send a self addressed label and postage stamps in the amount of 0,51 Euro or one "Coupon-Réponse International" (if you are ordering from outside Germany) for each WZB-paper requested

Bestellschein

Order Form

Absender / Return Address:

Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung
Presse- und Informationsreferat
Reichpietschufer 50

D-10785 Berlin-Tiergarten

**Hiermit bestelle ich folgende(s)
Discussion paper(s):**

**Please send me the following
Discussion paper(s):**

Bestell-Nr. / Order no.	Autor/in, Kurztitel / Author(s) / Title(s) in brief