

Hedgefonder:

Frågor För Facket

UNI Global Union-rapport

www.uniglobalunion.org/privateequity
private.equity@uniglobalunion.org

augusti 2008



Författare: Steve Davies
Senior Research Fellow
Cardiff School of Social Sciences

Förord

Den aktuella finanskrisen är många gånger värre än den som inträffade på 1920-talet. Finansmarknaderna fungerar okontrollerat när systemen för övervakning och reglering inte längre klarar av uppgiften att tygla marknaderna. Inte ens toppledningen i de finansiella institutionerna var medvetna om konsekvenserna av deras investeringspolitik för företagen. När ignorans fick råda sköt bonusar och vinster i höjden.

Det är viktigt att facket skaffar sig insikt i nya finansiella instrument eftersom de har så stort inflytande på finansmarknaderna. Därför har UNI Global Union producerat denna inledande rapport om hedgefonder som komplement till övriga UNI-rapporter om private equity och pensionsfondernas investeringar i finansiella tillgångar.

Den verksamhet som bedrivs av hedgefonder är nu en del av en bredare global debatt om beskattning, reglering och bristen av transparens för finansiella tillgångar. Hedgefonderna förfogar över enorma rikedomar och strävar efter att säkra enorma vinster för deras vanligtvis redan stormrika kunder. De kan påverka marknadsbeteendet och beslutsfattandet i enskilda företag. När något går fel är konsekvenserna dramatiska.

UNIs medlemsförbund har rapporterat om hur hedgefonder påverkar företagets dagliga verksamheter. De kallas för "aktiva hedgefonder". När en hedgefond blir uppmärksam i dagliga media- och visningskampanjer riktade mot ett företag i jakten på hyperavkastning ser vi en nedåtgående trend när det gäller arbetsvillkor och sysselsättning. Hedgefondernas mål och löften om hög avkastning åt sina investerare verkar inte lämna något utrymme för reflektion över de bredare sociala konsekvenserna av deras beteende. Medan allt fler företag tar arbetet med högre CSR-krav på allvar, lyser diskussionen till stor del med sin frånvaro i hedgefondernas värld. Men deras beslut påverkar situationen för miljontals arbetstagare över hela världen.

UNI Global Union har beställt denna rapport om hedgefonder för att hjälpa medlemsförbunden att förstå konsekvenserna för medlemmarna och belysa olika problem som fackliga representanter bör titta närmare på.

Philip Jennings

Generalsekreterare för UNI Global Union

Hedgefonder: frågor för facket

Innehåll

Inledning.....	3
Bakgrund.....	3
Vad är hedgefonder?.....	4
Vad som attraherar hos hedgefonderna	6
Olika typer av hedgefonder.....	7
Skillnader jämfört med privatkapitalfonder	8
Skillnader jämfört med ömsesidiga fonder	9
Struktur och relationer till mäklarbanker.....	10
Hedgefondernas tillväxt	11
Nyckelaktörerna.....	13
Var hedgefonderna är lokaliserade.....	14
Investerare i hedgefonder	16
Betänkligheter med hedgefonder	17
Agerande hedgefonder och fondförvaltarnas roll	17
Effekten av konsumentorienteringen	19
Integriteten på marknaden	19
Systemsammanbrott eller smitta.....	20
Frågor för facket.....	22
Ekonomi i stort	22
Pensionsfonder	23
Beskattning	23
Fackliga mål	24
Genomsynlighet och bolagsstyrning	24
Skatteegglering.....	25
Pensionsfonder.....	26
Arbetstagarnas rättigheter	26
Facklig aktion	27
Utredningar och information.....	27
Lagen – rättigheter och reglering	28
Dialog, kampanjer och initiativ till förhandlingar	29
Källor	31

Inledning

I april 2005 beskrev Franz Müntefering, den dåvarande ledaren för det tyska socialdemokratiska partiet SPD, hedgefonder som ett "rovgirigt avskum som frossar på andras olycka", och som "kastar sig över våra företag som en svärm gräshoppor, slukar allt, och sedan ge sig på nästa företag" (Evans-Pritchard, 2005).

I detta papper samlar vi information om hedgefonder, förklarar vad de är och diskuterar både allmänna frågeställningar de ger upphov till och frågor som är särskilt viktiga för fackliga företrädare. Det ingår i den internationella fackföreningsrörelsens ansträngningar för att dra fram hedgefonderna i ljuset.

Bakgrund

Världsekonomins "finansialisering" har varit ett centralt fenomen de senaste tre årtiondena. Dores (2007: 116-117) har gjort en ofta använd definition. Den beskriver finansialiseringen som

finansindustrins ökande dominans inom all ekonomisk verksamhet, ekonomernas ökande dominans i företagsledningarna, de finansiella tillgångarnas dominans bland de totala tillgångarna, marknadsförda värdepappers, och särskilt aktiers, dominans bland de finansiella tillgångarna, aktiebörsernas dominans som marknad för företagets kontroll när man fastlägger företagets strategi, och börssvängningarnas dominans som nyckelfaktor för att bestämma affärscykler.

Den sammanlänkning av länder som skett med hjälp av gränsöverskridande finansiella innehav (IMF, 2007a: 4) underlättades av framväxten av kapitalmarknaden från och med mitten av 1980-talet, efter Bretton Woods-systemets sammanbrott. Regeringar i OECD-länder och även andra länder tog bort valutakontroller, sänkte trösklar för utlänningar i banksystemen och för medlemskap i aktiebörserna, och tillät handel med nya finansiella instrument (Lutz, 2005: 144; Glyn, 2006: 65).

Författarna till en rapport som skrevs för socialistgruppen i Europaparlamentet (PSE, 2007: 31) antyder att kapitalismen har genomgått en serie allmänna faser eller steg:

- familjeägd kapitalism
- företagsledar-kapitalism
- aktieägarvärde-kapitalism, och sedan
- "fond-driven" kapitalism (eller finansmarknads-kapitalism).

Enligt denna modell har vi nu kommit in i den sista fasen i kapitalismens utveckling, där "den reala ekonomin alltmer domineras av principerna för finansmarknadernas funktion" (PSE, 2007: 32). Den fackliga rådgivande kommittén i OECD (TUAC, 2007: 3) menar att Dores' definition av

"finansialisering" på bara fem år har blivit omsprungen av händelseutvecklingen – och i synnerhet genom att "alternativa" investmentkanaler, som privatkapitalbolag och hedgefonder, ökat i betydelse.

Vad är hedgefonder?

En debattör har anmärkt att "hedgefonder är inget nytt, men de är ökända" (Bush, 2006). Det var Alfred W. Jones, en tidigare ekonomijournalist, som sägs ha uppfunnit hedgefonderna år 1949 (Farrell et al, 2007: 97). Det var dock inte förrän på 1980-talet som de blev allmänt kända, genom personer som George Soros, som blev berömd när hans Quantum Fund spekulerade i att det brittiska pundet skulle falla 1992 och vann.

Det finns ingen enskild, allmänt accepterad, definition på en hedgefond¹. Enligt den nybildade brittiska tillsynsmyndigheten *Hedgefond Supervisory Board* (HFSB, 2008) användes begreppet ursprungligen "för att beskriva en slags privat investmentfond som tar en resultatgrundad avgift av investerarna, utnyttjar hävstångseffekter för att öka avkastningen, och använder metoden att sälja lånade värdepapper för att begränsa marknadsrisken". Med detta menas en investmentfond som lånar för att öka investeringsmöjligheterna och därmed (förhoppningsvis) avkastningen till investerarna, och som också spekulerar mot marknadens allmänna trend för att kurssäkra (på engelska "hedge") satsningarna. Att "sälja kort" gör det möjligt att tjäna pengar på att värdet på ett värdepapper går ned². HFSB noterar dock också att denna beskrivning passar de flesta hedgefonderna, men inte alla. Internationella fackliga samorganisationen IFS (2007: 14) gör saker och ting litet tydligare: man beskriver hedgefonder som "investerare som försöker att tjäna snabba pengar genom att spekulera i allt möjligt".

Europeiska centralbanken (ECB, 2005: 8) håller med om att det inte finns någon gemensam definition, men noterar att termen hedgefond:

betecknar en fond vars förvaltare tar ut prestationsrelaterade avgifter och fritt kan använda sig av olika aktiva investeringsstrategier för att uppnå en positiv absolut avkastning, med hjälp av alla möjliga kombinationer av hävstänger, derivat, långa och korta positioner i värdepapper eller andra tillgångar, på en lång rad marknader.

Den typiska hedgefonden är ett kommanditbolag som investerar åt förmögna individer och institutionella investerare. Fonden tar vanligtvis ut en avgift på 2 % av det förvaltade beloppet varje år plus ytterligare 20 % av vinsten – vilket

¹ USAs finansinspektion, *US Securities and Exchange Commission*, har ett stort antal något olika definitioner på sin webbplats; <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>.

² Ett mycket förenklat exempel på processen att "sälja kort" är att person A (hedgefonden) lånar ett bord av person B (en mäklare). A säljer omedelbart bordet för 100 kronor. Priset på bord sjunker sedan till 50 kronor, och när A senare skall lämna tillbaka bordet, är priset som A måste betala för att ersätta det bara hälften av vad det var vid lånetillfället. A gör alltså en betydande vinst. Vinsten bygger naturligtvis på att A har rätt när han förväntar sig att priset på bord skall falla. Om priset istället stiger till över 100 kronor, skulle A göra en förlust, och behöva ersätta B med ett dyrare bord.

kan jämföras med det typiska brittiska aktiefondbolaget, som tar en årlig avgift på omkring 1,5 % av förvaltad belopp (Warwick-Ching, 2006).

International Financial Services, London (IFSL, 2007a), skriver att hedgefonder har vissa kännetecken; de omfattas inte av en stor del av reglerna för skydd av investerare och informationsskyldighet, eftersom de för det mesta har sitt säte utomlands eller är föremål för endast en svag reglering av inhemska tillsynsmyndigheter, de är extremt flexibla när det gäller investeringsmöjligheter, de förväntas ha en positiv absolut avkastning oavsett vad som sker på marknaden i allmänhet, och fondförvaltarnas ersättning är kopplad till avkastningen, varvid förvaltarna ofta investerar egna medel i fonden. Dessa fondförvaltare kan tjäna enorma summor. Enligt den amerikanska fackliga huvudorganisationen AFL-CIO tjänade förvaltarna på de 25 framgångsrikaste hedgefonderna 14 miljarder USA-dollar år 2006 (AFL-CIO, 2007). Till den ovanstående listan kan tilläggas att hedgefonder i allmänhet kräver höga minimiinvesteringar – år 2007 höjdes dessa i USA från 1 till 2,5 miljoner USA-dollar, exklusive tillgångar i hus eller företag (ITUC, 2007: 14). Det utestänger alla utom de exceptionellt rika.

Europeiska centralbanken rapporterar att hedgefonder, till skillnad mot många andra investmentfonder, flitigt använder sig av spekulation i baisse, hävstångseffekter och derivat, men även det är inte exklusivt för hedgefonderna. Den centrala skillnaden är enligt ECB (2005: 7) att "hedgefonder inte är begränsade på något sätt när det gäller vilka instrument eller strategier de kan använda sig av, då de är oreglerade eller endast svagt reglerade". ECB sammanfattar några centrala kännetecken för hedgefonder (se tabell 1).

Tabell 1: Kännetecknen för hedgefonder

Avkastningsmål	Positiv absolut avkastning under alla marknadsförhållanden. Det är vanligt att förvaltarna satsar egna pengar, och att bevara kapitalet är därför viktigt.
Investeringsstrategier	Man tar positioner i ett brett spektrum av marknader. Frihet att välja olika investeringstekniker och -instrument, inklusive att sälja kort, hävstänger och derivat.
Bonussystem	I typfallet en förvaltningsavgift på 1-2 % och en vinstavgift på 15-25 %. Ofta tillämpas "högvattenmärken" (vinstavgifter betalas endast när den ackumulerade avkastningen överstiger tidigare förluster) och trösklar (en minimiavkastning måste uppnås innan förvaltare får några bonusar).
Insättningar/uttag	Bestämd plan med insättningar och inlösen varje kvartal eller månad. Låsningsperioder på uppemot ett år före första inlösen. En del hedgefonder förbehåller sig rätten att stoppa uttag under exceptionella förhållanden.
Säte	Skatteparadis med överseende reglering, och en del inhemska finanscentra.
Juridisk form	Privata investeringspartnerskap som undviker dubbelbeskattning eller utländskt investmentbolag. En struktur med huvudfond och bidragande fonder kan användas för investerare med olika skattskyldighet, som kan välja en lämplig inhemsk eller utländsk fond som bidrar till en masterfond.
Förvaltare	Förvaltarna kan vara registrerade och reglerade av tillsynsmyndigheterna, eller inte. De är komplementärer i kommanditbolag.
Målgrupp	Förmögna individer och institutionella investerare. Höga minimiinvesteringar. Inte tillgängliga för allmänheten. Värdepapper som ges ut får formen privata placeringar.
Reglering	I allmänhet minimal reglering, eller ingen tillsyn alls på grund av sätet utomlands, eller endast lätt reglering av inhemska tillsynsmyndigheter; undantag från många regler om uppgiftsskyldighet och skydd för insättare.
Informationsskyldighet	Frivillig eller mycket begränsad uppgiftsskyldighet jämfört med registrerade investmentfonder.

Källa: ECB (2005: 7)

Vad som attraherar hos hedgefonderna

Det som främst lockar investerare till hedgefonderna är att deras metoder sägs kunna ge en positiv avkastning även om marknaden i allmänhet går ned.

Hedgefonder anses kunna ge investerare tillgång till ett större urval portföljdiversifieringsstrategier och nya investeringsmöjligheter (McVea, 2007: 737). De anses också kunna ge en mycket högre avkastning, med lägre risk, än obligationer eller aktier (Ferguson och Laster, 2007: 47). Men: "hedgefondindexen överskattar avkastningen och underskattar riskerna med hedgefonder betydligt" (Ferguson och Laster, 2007: 48). Det är också svårt att finna tillförlitliga uppgifter om hedgefondernas avkastning. Därför påpekar också Christian Noyer (2007: 106), fransk riksbankschef:

De många teoretiska fördelarna med hedgefonder... finns kanske inte i verkligheten. En hel forskningsinriktning undersöker hedgefondernas prestationer. Resultaten är inte helt tydliga, delvis på grund av att uppgifter inte är tillgängliga eller tillförlitliga.

De som är positiva till hedgefonder tror att deras verksamheter, förutom vinsterna för enskilda investerare, även för med sig mer allmänna fördelar. Ferguson och Laster (2007: 45, 48) menar att hedgefonder "ökar marknadernas stabilitet på olika sätt", genom att erbjuda attraktiva investeringsalternativ och genom att förbättra riskspridningen. Hedgefonderna anses också kunna ta på sig risker som andra aktörer på marknaden inte tar, öka likviditeten och hjälpa till att korrigera fel i prissättningen på tillgångar. Det hävdas att hedgefonderna, genom att fungera som ytterligare en källa till likviditet på finansmarknaderna, "möjliggör en påskyndad ekonomisk tillväxt och bättre återhämtningsförmåga för finansmarknaden" (McVea, 2007: 715). Eftersom de tar på sig risker och sänker transaktionskostnaderna bidrar de till en kapitalackumulation, då de gör det enklare och billigare att uppbåda kapital (McVea, 2007: 715). USAs förra centralbankschef Alan Greenspan stödde hedgefondernas framväxt med argumentet att deras arbitrageverksamhet (att dra nytta av prisskillnader på olika marknader) gjorde marknaderna effektivare och såg till att de finansiella systemen förblev likvida och flexibla (Plender, 2005).

Olika typer av hedgefonder

Hedgefonderna kan delas in i olika kategorier, beroende på deras investeringsstrategi (ECB, 2005: 8-10):

- riktade hedgefonder
- marknadsneutrala hedgefonder
- hedgefonder med händelsestrategier
- fonder av (hedge-)fonder

Riktade hedgefonder försöker att förutspå marknadsrörelser. För att kompensera för de ofta höga riskerna och den höga belåningen, erbjuder de en hög avkastning. Makro-hedgefonder är ett exempel på sådana riktade hedgefonder. De har en "uppifrån-ned"-ansats, och försöker att utnyttja större ekonomiska trender eller händelser. Andra riktade fonder koncentrerar sig på framväxande marknader och har en regional inriktning. De väljer ut tillgångar

på vissa marknader och söker efter ineffektiviteter på de framväxande marknaderna.

Marknadsneutrala hedgefonder kallas också för arbitragefonder, eller "relativt värde"-fonder. De söker efter arbitragemöjligheter och utnyttjar skillnader i relativt värde och pris, och de försöker att undvika att exponera sig för marknadsrörelser.

Händelsestrategier innebär att man söker efter vinstmöjligheter under nyckelhändelser i ett företags utveckling, som fusioner eller förvärv, omorganisationer eller konkurser. Fusionsarbitrage innebär vanligtvis att man köper aktier i ett företag som är föremål för ett förvärv, och säljer aktier i det förvärvande företaget. Dessa "agerande" hedgefonder är ett särskilt bekymmer för arbetstagare och deras fackföreningar.

Fonder av (hedge-)fonder, eller "fond-i-fonder", skiljer sig från andra hedgefonder genom att de (såsom framgår av namnet) investerar i ett flertal andra hedgefonder. De erbjuder därmed större diversifiering, och mindre risk. Investerare som inte uppfyller villkoren för enstaka hedgefonder kan utnyttja dessa fonder. De är med andra ord öppna för mindre investerare, och inte endast för de super-rika. De har vanligtvis lägre avgifter än vanliga hedgefonder, och erbjuder uttagsmöjligheter varje månad eller varje kvartal, vilket passar både institutionella och mindre investerare bättre (ECB, 2005: 8). Det finns också en tredje nivå av fonder som betecknas F3, som investerar i fonder av (hedge-)fonder (F2). Deras risk är mindre än för fonder av hedgefonder (F2) eller enstaka hedgefonder (F1).

Det kan göras en distinktion mellan hedgefonder och två andra investmentinstrument:

- privatkapitalfonder
- ömsesidiga fonder, aktiefonder, blandfonder, eller vanligtvis just "fonder".

Skillnader jämfört med privatkapitalfonder

Även om hedgefonder ofta jämförs med privatkapitalfonder, skiljer de sig på viktiga sätt från dessa. Skillnaderna handlar om tidsperioder, slag av investeringar, investerarnas likviditet, kapitalinsatser, förvaltningsavgifterna och den vinstbaserade ersättningen (se tabell 2).

Författarna till PSE-papperet (2007: 34) skriver att hedgefonder vanligtvis investerar kortsiktigt, utan att ta något ägaransvar, såsom privatkapitalfonder brukat göra, men att detta på senare år har börjat förändras. De två typerna av investmentfonder har därför närmast sig varandra.

Tabell 2: Hedgefonder och privatkapitalfonder

	hedgefonder	privatkapitalfonder
<i>Tidsperioder</i>	obegränsade	vanligtvis 10-12 år
<i>Slag av investeringar</i>	relativt likvida	ej likvida
<i>Investerarnas likviditet</i>	öppna fonder, periodiska uttag möjliga	stängda fonder
<i>Kapitalinsats</i>	100 % vid teckningen	beroende på utfästelser
<i>Förvaltningsavgifter</i>	beroende på tillgångars nettovärde	beroende på insatsen
<i>Vinstbaserad ersättning</i>	bonusavgift tas årligen från realiserade och orealiserade vinster	vinstandel vid realisationer

Källa: IFSL (2007a)

Trots dessa skillnader binds privatkapitalfonder och hedgefonder samman av en "intim relation" (ITUC, 2007: 11). Hedgefonder tillhandahåller ofta det kapital (med hjälp av företagsobligationer) som privatkapitalfonder använder för att förvärva företag. De investerar också i marknaden för paketerade lån för att uppnå en hög avkastning, och de underblåser därmed indirekt de privatkapitalbolagens företagsköp.

Skillnader jämfört med ömsesidiga fonder

Även ömsesidiga fonder är kollektiva investeringsfonder. De samlar ihop pengar från (ofta små) investerare för att skapa en diversifierad portfölj av aktier, obligationer och andra värdepapper. Varje investerare är andelsägare i fonden, och har del i fondens vinster eller förluster. Andelarna kan lösas in efter behov. Dessa fonder skiljer sig från hedgefonder (mer än privatkapitalfonderna). Enligt en rapport av den socialistiska gruppen i Europaparlamentet (PSE, 2007: 36) finns det fem skillnader mellan ömsesidiga fonder och hedgefonder.

- Ömsesidiga fonder är hårt reglerade, och de har begränsade investeringsmöjligheter.
- Ömsesidiga fonder bedöms genom att jämföras med ett riktmärke, som ett marknadsindex (t.ex. Londonbörsens FTSE 100) eller andra ömsesidiga fonder. Hedgefonder förväntas ge en absolut avkastning (d.v.s. de ger en avkastning till investerarna oavsett hur marknaderna har gått i allmänhet).
- Ömsesidiga fonder avlönar i typfallet sina förvaltare på grundval av beloppet som förvaltas. Hedgefonder ger sina förvaltare mycket höga ersättningar som är kopplade till vinsten.
- Hedgefonder kräver mycket högre minimiinsatser (i genomsnitt 1 miljon USA-dollar) än andra fonder. Vanligtvis är mycket litet av förvaltarnas egna pengar investerade i ömsesidiga fonder.

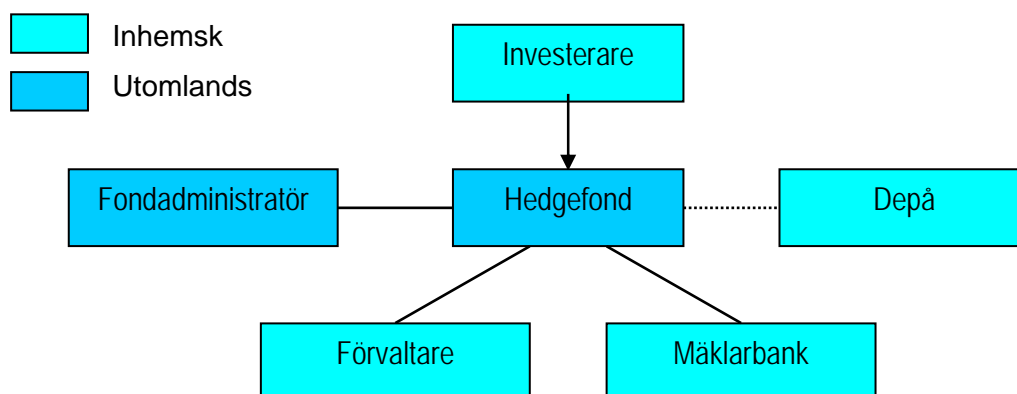
- Ömsesidiga fonder är tillgängliga för allmänheten, men hedgefonder är vanligtvis föremål för många restriktioner när de säljer sin produkt.

Vi skulle kunna tillägga att det i reglerade fonder krävs ett godkännande från investerarna för en förändring av inriktningen, att de har en extern styrelse, god man, revisor eller förvaltare som övervakar fonden och dess förvaltare, och att deras bokföring granskas regelbundet.

Struktur och relationer till mäklarbanker

Hedgefonder är i typfallet strukturerade som i fig. 1 nedan. Med undantag för de största fonderna är de flesta hedgefonderna relativt små, med ett förvaltad kapital på mindre än 100 miljoner USA-dollar (ECB, 2005: 20) och få anställda. Beslutsfattandet, hanteringen med finansiella instrument och riskhanteringen kan skötas av hedgefonden själv, medan driftstjänster vanligtvis läggs ut på andra tjänsteleverantörer (större mäklare, i allmänhet investmentbanker) (PSE, 2007: 36). De har vanligtvis ett begränsat antal (storskaliga) investerare.

Fig. 1: En typisk hedgefonds struktur



Prickad linje är en möjlig relation.
Källa: PSE (2007: 37)

Mäklarbankerna erbjuder en rad tjänster, som värdepapperslån, kontantlån, handelstjänster, avräkning och betalning, fondadministration, depåtjänster, riskhanteringstjänster, kapitalanseringar och kreditkonton (IFSL, 2007b). Stora banker vill gärna erbjuda mäklartjänster till hedgefonder, eftersom marginalerna i de traditionella bankverksamheterna har pressats. Plender (2005) menar att konkurrensen "har lett till att kreditnormerna urholkats" och citerar ett intervju svar enligt vilket mäklartjänsterna beskrivs som "det finansiella systemets crack-kokain". Enligt en uppskattning kommer 25 % av investmentbankernas intäkter nu från hedgefonder (Credit Suisse First Boston, 2005: 11). Det som Chan et al (2005: 1) beskriver som den "symbiotiska relationen" mellan hedgefonder och banker innebär att bankerna kan påverkas starkt av hur det går för hedgefonderna.

Tabell 3: De största globala mäklarbankerna

2006	Totala klienttillgångar (%)
Morgan Stanley	22
Bear Stearns	19
Goldman Sachs	17
UBS	7
Credit Suisse	5
Citigroup	4
Merrill Lynch	3
Deutsche Bank	3
Lehman Brothers	2
JP Morgan	2

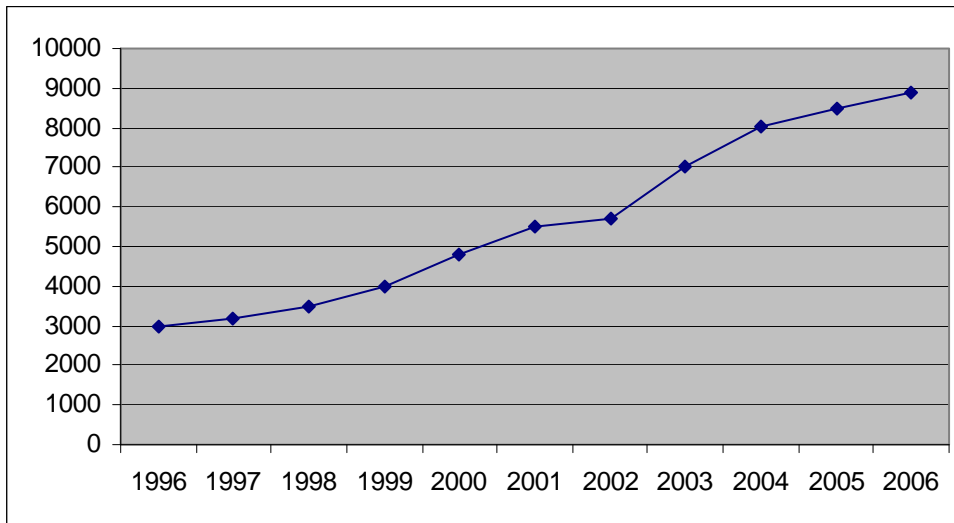
Källa: Institutional Investor, citerad i IFSL (2007b)

Hedgefondernas tillväxt

McVea (2007: 737) noterar att hedgefonderna har haft en spektakulär tillväxt, från att ha varit "en perifer verksamhet i början av 1990-talet, inriktad främst på investerare med stor nettoförmögenhet", och nu ses som en konventionell verksamhet, som pensionsfonder och andra institutionella investerare gärna satsar pengar på. År 1990 var totalbeloppet som satsats i hedgefonder omkring 50 miljarder USA-dollar. År 2004 hade detta stigit till uppskattningsvis 1000 miljarder USA-dollar (Malkiel och Saha, 2005: 80). Det är en spektakulär ökning, men bör ändå ses i ett perspektiv: den globala fondbranschen förvaltar 18 tusen miljarder USA-dollar (OECD, 2007: 21).

Det senaste årtiondet har antalet hedgefonder tredubblats, och deras totala tillgångar har blivit elva gånger större (se fig. 2 och 3). Hedgefondernas tillväxt (och även tillväxten i privatkapitalfonderna) har förklarats med en "global uppsjö av pengar" (RENGO, 2007: 1) – tillgången på billiga krediter, som är ett resultat av flera olika faktorer: effekterna av de stigande oljepriserna, ökande valutareserver i de framväxande ekonomierna, att finansinstitutioner och pensionsfonder investerar i instrument som hedgefonder, som tidigare betjänade endast förmögna individer.

Fig. 2: Antalet globala hedgefonder, 1996-2006

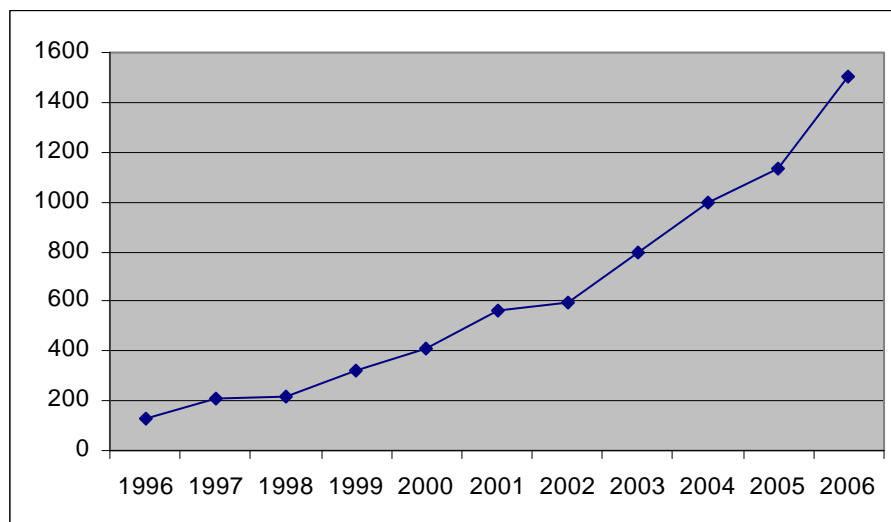


Källa: Hennessee Group LLC; IFSL uppskattningar för 2005, citerade i IFSL (2007b)

Hedgefonderna har vuxit enormt de senaste åren, men deras inflytande på marknaderna har varit ännu större än denna tillväxt antyder. För det första ökas deras inflytande av att de använder sig av hävstångseffekter – lånade medel och derivat, som av USA-investeraren Warren Buffet beskrivit som "finansiella massförstörelsevapen som för med sig risker som idag är latent, men som kan bli dödliga" (Berkshire Hathaway, 2003: 15).

Enligt en uppskattning har fonderna en hävstångseffekt på fyra eller fem, vilket betyder att de kan låna, och investera, fyra till fem gånger det kapital de kan uppbåda. För det andra omsätter de sin portfölj oftare än vanliga investmentfonder, och står därmed för en större andel av handeln. I USA och Storbritannien står hedgefonderna för mellan 40 och 70 % av den dagliga handeln på värdepappersbörserna (Woolley, 2004). För det tredje är typen av verksamheter lika viktig som dess storleksordning. Hedgefondernas investerare söker efter snabba resultat. Det innebär aggressiva investeringsstrategier med ett större risktagande, i hopp om högre avkastning.

Fig. 3: Globala hedgefonder: Totala tillgångar 1996-2006 (mrd USA-dollar)



Källa: Hennessee Group LLC; IFSLs uppskattningar för 2005, citerade i IFSL (2007b)

Nyckelaktörerna

Tabell 4: De största hedgefonderna och fonderna av hedgefonder

De största hedgefonderna (slutet av år 2006)

	mrd\$
1. JPMorgan Asset Management	34.0
2. Goldman Sachs Asset Management	32.5
3. Bridgewater Associates	30.2
4. D.E. Shaw Group	26.3
5. Farallon Capital Management	26.2
6. Renaissance Technologies Corp.	24.0
7. Och-Ziff Capital Management	21.0
8. Cerberus Capital Management	19.2
9. Barclays Global Investors	18.9
10. Man Investments Limited	18.8

De största globala fonderna av hedgefonder (slut 2005)

1. UBS Global Asset Management	45.0
2. Man Investments	35.6
3. Oaktree Capital Management	35.6
4. Union Bancaire Privee	20.8
5. HSBC Private Bank	20.2

Källa: HedgeFund Intelligence, Institutional Investor, citerat i IFSL (2007b)

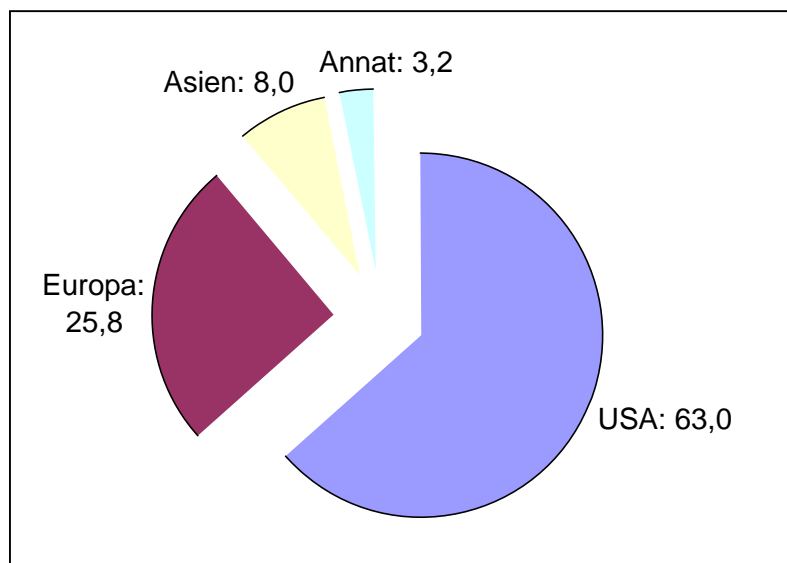
Var hedgefonderna är lokaliserade

Hedgefondindustrin domineras av förvaltare och partner som är baserade i USA, Storbritannien och till mindre del Frankrike. New York och London är de två viktigaste centren för hedgefondförvaltarna. Fonderna själva har av skatteskäl ofta sitt säte i skatteparadis som Caymanöarna, de brittiska Virginöarna, Bermuda och Bahamas. När de har sitt säte i landet där de verkar är de föremål för en extremt lätt reglering.

De har haft sin största betydelse i USA och Storbritannien, men de utsträcker också sin räckvidd över hela världen. IFS noterar i en rapport år 2007 (ITUC, 2007: 11),

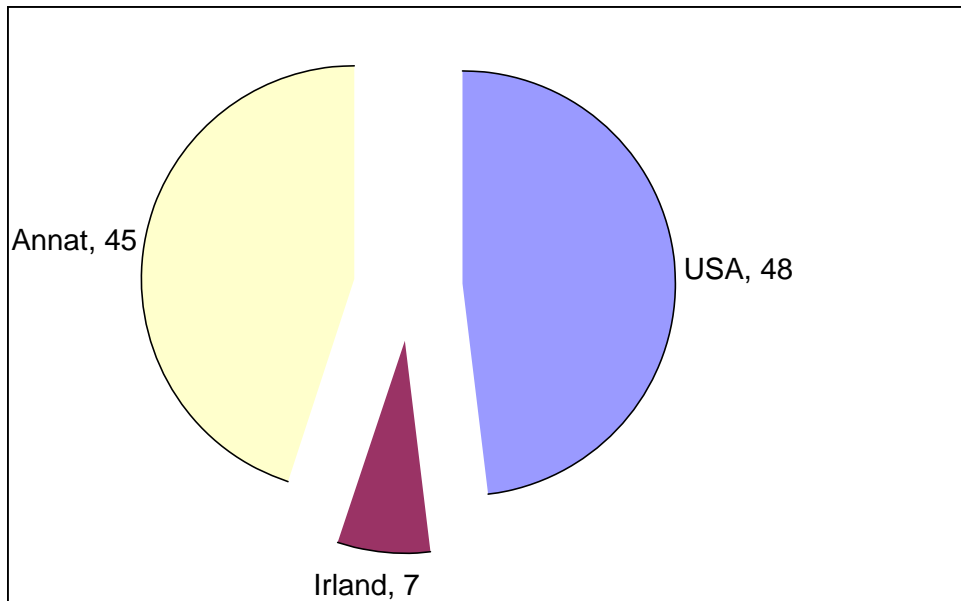
"Om tidigare utvecklingar inom kapitalismen är vägledande kommer finansialiseringen snart att göra sig bemärkt i flertalet av de framväxande ekonomierna och u-länderna, om den inte redan gjort det."

Fig. 4: Regional analys av hedgefondernas tillgångar 2006 (%)



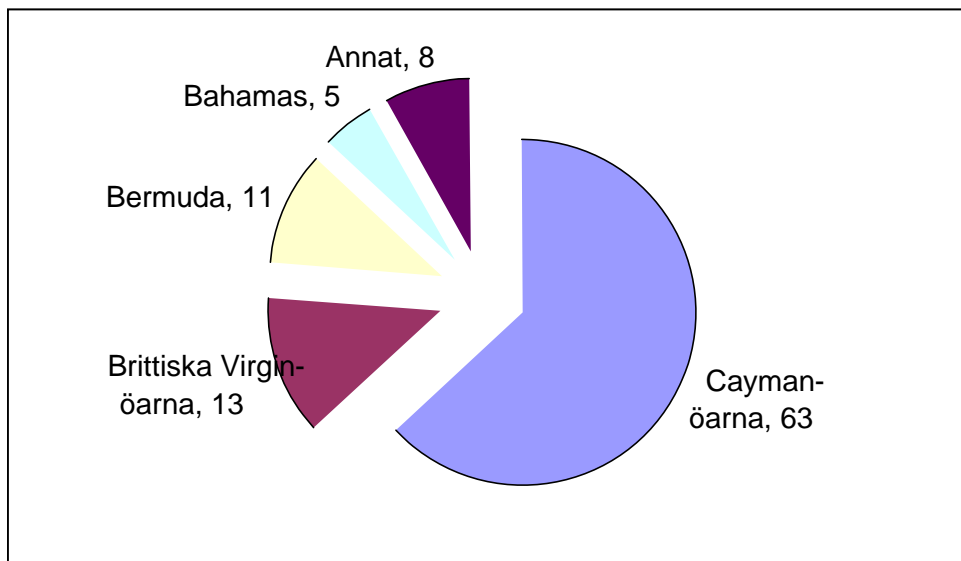
Källa: IFSL (2007b) uppskattningar som baseras på olika källor

Fig. 5: Sätet för globala hedgefonder utanför skatteparadisen (%-andel, januari 2006)



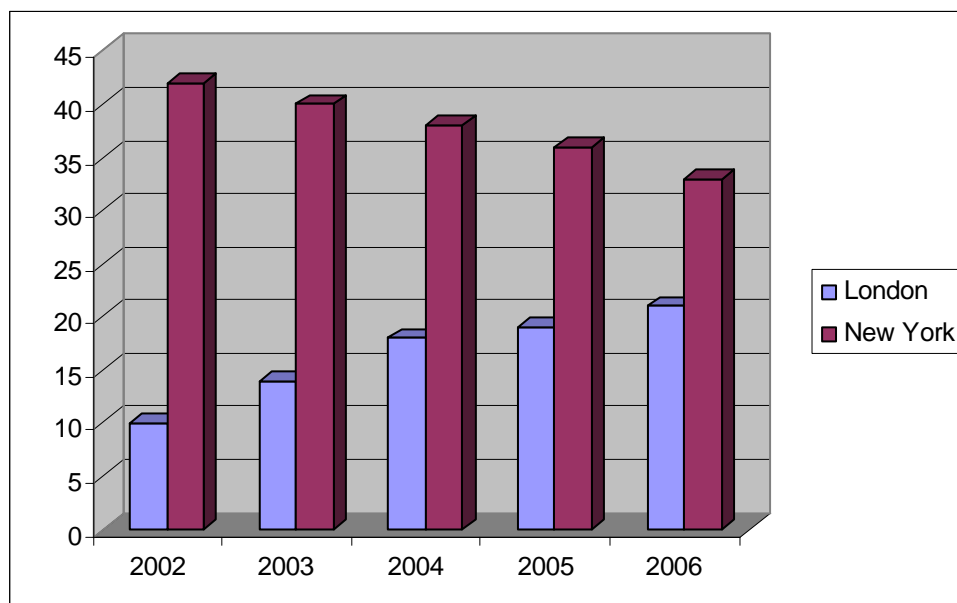
Källa: Alternative Asset Center, citerad i IFSL (2007b)

Fig. 6: Globala hedgefonder i skatteparadis (%-andel, januari 2006)



Källa: Alternative Asset Center, citerad i IFSL (2007b)

Fig. 7: Andel av den globala hedgefondindustrin, London vs. New York (% av fondernas totala tillgångar efter var förvaltaren är lokaliserad)

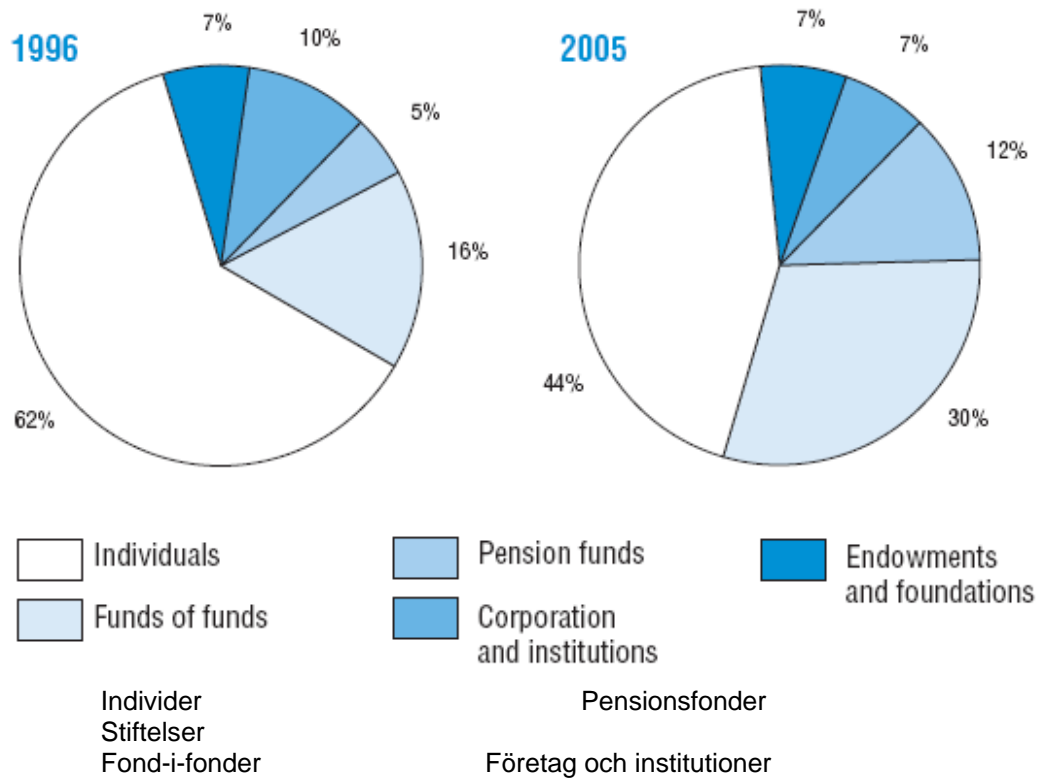


Källa: IFSL (2007b), uppskattningar baserade på flera källor

Investorerare i hedgefonder

År 2005 stod förmögna individer för 44 % av hedgefondernas totala tillgångar, en nedgång från 62 % år 1996. Institutionella investerare, som pensionsfonder, försäkringsbolag och stiftelser står för 26 % av tillgångarna (en uppgång från 22 %) och fond-i-hedgefonder – som också lockar till sig kapital från både institutionella investerare och enskilda individer – står för 30% (en uppgång från 16 %). Denna trend som går bort från förmögna individer innebär en slags "konsumentorientering" av investeringsverksamheten, och innebär att "vanliga" investerare blir involverade i hedgefonder, antingen via fond-i-hedgefonder eller genom andra institutionella investerare. En annan förändring är att arbetstagare alltmer ofrivilligt blir involverade genom att deras pensionsfonder investerar i hedgefonder.

Fig. 8: Globala hedgefonder, efter kapitalkälla



Källa: Hennessee Group LLC, IFSLs uppskattningar, citerade i PSE (2007: 41)

Betänkligheter med hedgefonder

Det finns en allmän oro för att hedgefondernas verksamhet (och även privatkapitalfondernas) skall råka i konflikt med mer allmänna sociala intressen, då de "enbart arbetar för att utvinna värde ur företagen" de investerar i (PSE, 2007: 33), till skillnad mot att skapa värde. Det sägs att dessa i allt väsentligt "spekulativa modeller" (ITUC, 2007: 5) är så inriktade på vinst på kort sikt, att de undergräver enskilda företags och ekonomiers långsiktiga livsduglighet och konkurrenskraft. Det nämns också en rad mer specifika betänkligheter, som rör:

- agerande hedgefonder och fondförvaltarnas roll
- konsumentorienteringens betydelse
- integriteten på marknaden
- systemrisk.

Agerande hedgefonder och fondförvaltarnas roll

OECD (2007: 18) definierar "agerande hedgefonder" (activist hedge fund) som investeringsinstrument som försöker att förmå börsnoterade företag att vidta åtgärder som hedgefonden anser skulle öka företagets värde, ofta

genom att utnyttja sin rösträtt i företaget, eller hota att göra det. Inte alla hedgefonder är "agerande". OECD uppskattar deras antal (OECD, 2007: 6) till endast mellan 100 och 120, med ett sammanlagt förvaltad kapital på uppskattningsvis 50 miljarder USA-dollar. Detta belopp stiger till omkring 200 miljarder USA-dollar om man räknar med alla fonder med händelsestrategier. Även denna siffra överskuggas dock av de 18 tusen miljarder som förvaltas av de ömsesidiga fonderna (ibid).

Dessa hedgefonder använder sig av en rad olika strategier, som vanligtvis bygger på att man tar en relativt liten, men viktig, ägarandel i ett företag. Sedan använder man, eller hotar att använda, rösträtten (ibland bedriver man också offentliga kampanjer för vissa åtgärder). Man utnyttjar derivat eller andra tekniker, som aktielån, för att maximera rösträtten till en låg kostnad, och försöker också att uppbåda stöd från andra investerare, som privatkapitalfonder eller mer traditionella institutionella investerare (OECD, 2007). På så sätt skapar de den tidigare nämnda "gräshoppssvärmen" kring företaget. Allt detta görs för att driva igenom åtgärder som aktieåterköp, utdelningshöjningar eller byte av vd, eller för att erhålla en plats i styrelsen, förhindra en fusion eller stödja ett förvärv eller en avyttring av "icke-kärnverksamheter".

Den aktiva strategin drivs av hedgefondcheferna, som erhåller generösa prestationsbonusar. Följden av de höga bonusarna är att de inte bara attraherar individer från traditionella banker och fonder (ECB, 2005: 24) – och därigenom förmodligen gör det svårare för den återstående personalen att hantera snabba förändringar (ECB, 2005: 24) – det påverkar förmodligen också mycket starkt hedgefondchefernas beteende.

Folkman et al (2006: 7) menar att hedgefondförvaltarna (i gruppen av kapitalmarknadsaktörer som tjänar in avgifter) är "marinkårsstyrkan i gruppen av mellanhänder som lever på spekulationsaffärer och nymodigheter". Dessa människor har ett "intresse av en ekonomi i ständig omstrukturering, ett praktiskt projekt där affärsuppgörelser (det må vara förvärv eller avknoppningar, nyemissioner eller aktieåterköp, värdepapperisering eller ompaketering av risker) är källan till avgifter" (Folkman et al, 2006: 10). Problemet är att ständiga omstruktureringar och förändringar kanske är bra för hedgefondförvaltarnas intäkter, men det kanske inte är det för vare sig enskilda företag eller ekonomin i allmänhet.

OECD (2007: 60) noterar att agerande fonder ofta anklagas för att pressa företag till eftergifter "som leder till kortsiktiga vinster för aktieägarna på bekostnad av livsviktiga långsiktiga investeringar, som också skulle gynna andra intressenter". OECD tillstår att detta är svårt att verifiera, men menar att de aktiva fondernas beteenden kan leda till dålig bolagsstyrning. Man radar upp farorna: felanvändning av aktieägarnas rättigheter, insideraffärer, marknadsmanipulationer, försummelse av intressenters intressen och styrelseledamöters försummelse av kontrolluppgiften.

Det finns flera exempel på hur agerande hedgefonder påverkat UNIs sektorer. En brittisk hedgefond med namnet *The Children's Investment Fund* (TCI) har

intervenerat i två storföretag (ABN Amro och J-Power) på ett sätt som allmänt uppfattats som fientligt.

I mars 2007 skrev TCI, som den största aktieägaren i J-Power (Japans största elkraftsbolag), till företaget för att be det att vid bolagsstämman lägga fram ett förslag om att mer än tredubbla utdelningen. TCI hade strax under 10 % av rösträtten i J-Power. J-Power svarade att "Vår politik är att betala stabila utdelningar, eftersom vår verksamhet är långsiktig" (Nakamoto, 2007). Kampen har pågått under mer än ett år, och J-Power har nyligen tillbakavisat fem förslag från TCI – inklusive om inskränkningar på förvärv och korsägande, en utnämning av tre externa styrelseledamöter och aktieåterköp på upp till 70 miljarder yen. Man gjorde en eftergift, och erbjöd en blygsam höjning av utdelningen (Nakamoto, 2008).

Interventionen inom J-Power inleddes efter att TCI genomfört en tidigare, liknande kampanj för att genomdriva förändringar inom den nederländska banken ABN Amro. Med endast strax över en procent av aktierna i banken skrev TCI till ordföranden för ABNs överstyrelse för att förmå banken att sälja en del av sina dotterbolag och stoppa nya förvärv. Inom en kort tidsperiod togs sedan ABN Amro över av ett konsortium, som sedan delade upp banken.

Konsumentorienteringens betydelse

När kundkretsen för investerare i hedgefonder på senare tid förskjutits, bort från förmögna individer och mer mot institutionella investerare och fonder av hedgefonder, har det "sänkt trösklarna för en indirekt exponering mot hedgefonder betydligt" (Noyer, 2007: 107). Denna konsumentorientering, eller (i och för sig indirekta) ökade inriktning mot "vanliga" investerare i hedgefonder, och även pensionsfondernas ökande medverkan, har ökat kraven på en reglering.

Integriteten på marknaden

Integriteten på marknaden är ett ämne som handlar om marknadsmanipulationer och insideraffärer. Noyer (2007: 107) menar att dessa fenomen inte är specifika för hedgefonderna, men att risken för dem mycket lättare utvecklas inom hedgefonder, då insideruppgifter där kanske inte hanteras på ett tillbörligt sätt, och då det kan uppstå intressekonflikter om en hedgefond verkar på flera marknader och frestas att utnyttja information som kommer från en marknad på en annan. Noyer (ibid) exemplifierar med hedgefonder som verkar på riskkapitalmarknaden, och skulle kunna använda insideruppgifter därifrån i sin verksamhet på kreditmarknaderna. Eftersom hedgefonder dominerar vissa marknader, som de för strukturerade krediter, skulle de dessutom ha möjlighet att manipulera priserna för sådana krediter.

Enligt den brittiska finansinspektionen *Financial Services Authority* (FSA, 2005: 53) håller en del hedgefonder på att "testa gränserna för en acceptabel praxis" på flera områden, inklusive insideraffärer och marknadsmanipulation.

FSA (2005: 53) har rapporterat att fondförvaltare i större fonder kan vara frestade att "utnyttja sin storlek, eller att sprida rykten, och avsiktligt påverka marknaden för att kunna dra nytta av bra priser". Det finns också en risk för att hedgefonder "med tanke på att de betalar betydande kommissionsarvoden och har nära relationer med sina motparter inciterar andra att manipulera marknaderna" (FSA, 2005: 55).

ECB (2005: 43) noterar att flera internationella organisationer har rapporterat "misstankar om att hedgefonder har skapat tvivel om integriteten på marknaden genom att ägna sig åt manipulationer, hemliga överenskommelser eller annan orättfärdig handelspraxis", men påpekar också att detta är svårt att bevisa.

Systemsammanbrott eller smitta

Den viktigaste farhågan som rör hedgefonder är att de skulle öka risken för systemsammanbrott eller smitta i hela det finansiella systemet. Man oroar sig för att en hedgefonds (eller en grupp av hedgefonders) sammanbrott skulle uppdaga förkastningssprickor i det finansiella systemet. "En finansiell chock i en sektor skulle leda till förlust av förtroende, som skulle spilla över till andra sektorer i det finansiella systemet, och kanske till andra finansiella system" (McVea, 2007: 720). Pensionsfonder och banker skulle kunna drabbas av en kris bland hedgefonderna, eftersom de blivit alltmer involverade i dem.

Hedgefonden *Long-Term Capital Managements* (LTCM) sammanbrott år 1998 orsakade chockvågor över hela finansvärlden. Endast ett år tidigare hade USA-ekonomen och Nobelpristagaren Merton Miller skrivit:

Det var ljuvligt intensivt och spännande att ha medverkat till att grunda LTCM (...) Fonden kännetecknas av en produktiv växelverkan mellan finansiell teori och praktik (citerad i Glyn, 2006: 50).

Denna "produktiva växelverkan mellan finansiell teori och praktik" visade i själva verket att "banksystemet kan sättas på spel genom omdömeslöst risktagande i en enda hedgefond" (Plender, 2005). I juli 1998 hade LTCM tillgångar på 125 miljarder USA-dollar. Man hade lånat det mesta med det egna kapitalet på 4,1 miljarder USA-dollar som säkerhet. Fondens 50 000 derivatkontrakt hade ett nominellt värde på över 1000 miljarder USA-dollar (Glyn, 2006: 71). Fonden spekulerade i att räntorna för vissa obligationer inte var synkroniserade med korträntorna, men gick på grund när den ryska regeringen ställde in betalningarna på statsskulden. Glyn (2006: 71) säger att flockbeteendet hos andra aktörer på marknaden förvärrade krisen – de hade kopierat de affärer som visat sig vara så lukrativa för LTCM. Europeiska centralbanken har nyligen beskrivit detta "flockbeteende" hos hedgefonderna som "ytterligare en betydande risk mot den finansiella stabiliteten" (ECB, 2006: 12) som "skulle kunna leda till hårt korrelerade marknadsutträden i stora delar av hedgefondbranschen" (ECB, 2006: 135).

En av hedgefondernas styrkor sägs vara att de kan överföra risker till dem som är bäst rustade att bära dem. Men Plender (2005) skriver:

Att Long-Term Capital Management nästan kollapsade tyder på att risker överfördes till platser där de syntes och övervakades minst, snarare än till platser där det vore förnuftigt att lägga dem.

Glyn (2006: 72) menar att episoden med LTCM uppenbarade "finanssystemets bräcklighet där systemet är som mest sofistikerat". LTCMs sammanbrott skedde för ett årtionde sedan, och marknaderna har förändrats markant under dessa tio år. ECB menar att riskhanteringen har förbättrats (2005: 37) och att det har lanserats flera initiativ för att åtgärda några av problemen som hedgefonderna ger upphov till (2005: 49). Dessutom menar man att problemen mildras av tre nya faktorer: bankerna använder idag mer sofistikerade tekniker för att hantera sin exponering mot hedgefonder, investeringarna är mycket mindre koncentrerade än förr, eftersom fler aktörer har kommit in på marknaden, och hedgefonderna har minskat sin hävstångseffekt (ECB, 2005: 56). Dessa förändringar gör att hedgefondernas anhängare nu säger att de "troligen inte" utgör en systemrisk (Ferguson och Laster, 2007: 45).

Alla är inte så optimistiska. Glyn (2006: 72) menar att problemen verkar vara inneboende, eftersom hedgefonderna söker efter alltmer exotiska metoder för att bräcka marknaderna, och McVea (2007: 723) noterar att det har vidtagits åtgärder för att försöka hantera spänningarna i hedgefondsektorn, men att "mycket av detta arbete inte är mycket mer än att man nödtorftigt täcker över sprickorna".

Att man fortsätter att använda komplexa finansiella produkter tillsammans med en hög skuldsättning för att höja avkastningen gör en marknadssmitta mer sannolik. OECD (Wright et al, 2007: 38) noterar att "paketeringen av skulder i finansiella instrument som CDO-er (Collateralized Debt Obligation) och CLO-er (Collateralized Loan Obligation) leder till osäkerhet om huruvida det överhuvud taget är känt vem som egentligen äger de stora volymerna av skuldfinansierade obligationer som nu ges ut". Faktumet att hedgefonder använder lånade medel för att köpa dessa komplexa finansiella produkter betyder att risker som inte redovisas på balansräkningarna ändå kan drabba bankerna, såsom har skett under den aktuella krisen.

Det finns också nya områden där det kan uppstå problem (det gäller till exempel den allt viktigare roll som spelas av fonder av hedgefonder), vilket i själva verket kan ha ökat systemrisken. FSA (2005: 22) tillstår att:

En ny smittorisk hänger samman med den "hävstång på hävstången" som en del fonder av fonder utgör. Om en hedgefond hamnar på obestånd kan det leda till att en fond-i-fond överskrider gränsvärden i sina bankavtal, och tvingas att dra in kapital från underliggande fonder, vilket i sin tur kan sätta dem på obestånd. En ökad likviditet, som hedgefonder ibland kan bevilja fond-i-fonder, kan innebära att en sådan situation uppstår snabbt. Om sådana obestånd leder till att andra högt

skuldsatta fond-i-fonder överskrider gränsvärden i sina bankavtal kan en dominoeffekt uppstå, som gör att flera fonder – och fond-i-fonder – går omkull samtidigt.

Internationella valutafonden IMF har dragit en liknande slutsats i sin aprilrapport år 2007 om de globala finansiella stabiliteten, i vilken man skriver att hedgefonder i allmänhet har ett konstruktivt inflytande på marknadernas effektivitet och stabilitet (IMF, 2007b: 57), men att de också kan "fungera som kanaler för eller förstärkare av chocker som uppstått på andra platser" (IMF, 2007b: 58).

Det finns alltså olika uppfattningar om huruvida ett sammanbrott kan hända igen, och om vad det i så fall skulle få för konsekvenser. Chan et al (2005: 97) säger den information som behövs för att göra en säker bedömning av systemriskerna med hedgefonder helt enkelt inte finns tillgänglig, och "förmodligen inte kommer att bli tillgänglig den närmaste framtiden". De manar dock till försiktighet (Chan et al 2005: 6):

Våra preliminära slutsatser tyder på att hedgefondbranschen kan vara på väg mot en problematisk period av lägre förväntade resultat, och att systemriskerna har ökat stadigt den senaste tiden.

Frågor för facket

När hedgefondsektorn var en marginell verksamhet, jämförbar med ett överdimensionerat roulettespel för de superrika, var intresset för hedgefonder bland de flesta fackliga företrädarna (förutom bland dem som arbetade för företag som köptes och såldes av fonderna) minimalt. Idag stämmer detta inte längre. Hedgefonderna har vuxit enormt, och har ett mycket stort inflytande på marknaderna. De får alltmer betydelse (eller kan få betydelse) för arbetstagarna, oavsett om de arbetar för ett målföretag för en hedgefond eller inte. Det finns flera skäl för att fackliga företrädare bör intressera sig för hedgefondernas verksamheter:

- deras ökande inflytande på ekonomin i stort
- pensionsfondernas ökande engagemang
- effekterna på skatteintäkterna.

Ekonomin i stort

Paul Woolley (2004), en förvaltare av investeringar som inte är entusiastisk till hedgefonder, noterar att "instabila marknader skapar ideala villkor för hedgefonder". Han fortsätter med att säga att instabila marknader också leder till en ineffektiv kapitalallokering, bromsar den ekonomiska tillväxten och orsakar kaos i finanssektorerna. Han skulle ha kunnat tillägga att ekonomisk instabilitet kan föra med sig möjligheter för hedgefondförvaltare, men inget

annat än elände och hot om fattigdom för arbetande familjer. Hedgefondernas aggressiva kortsiktighet hotar den ekonomiska stabiliteten, och som Europeiska fackliga samorganisationen (EFS) (ETUC, 2007) har sagt, har fackföreningarna länge varnat för "riskerna med hedgefondernas verksamheter och för att ingen kan vara säker på vem som är ansvarig för vad, eller på vad det verkliga ansvaret består i i dagens kasinoekonomi". Med subprime-krisen i USA som så lätt spreds till andra länder (och tvingade en motvillig brittisk regering att förstatliga banken Northern Rock) har farorna blivit tydliga.

På företagsnivån har hedgefondernas strategier för att "fånga värde" ofta inneburit uppsägningar, omlokaliseringar av anläggningar, och försämringar av löner och villkor för att sänka kostnader och utvinna värde. EFS generalsekreterare John Monks (2006) har påpekat:

Hedgefondernas potentiella skada begränsar sig inte till faktiska företagsförvärv; pressen att försöka undvika fientliga förvärv tvingar sittande företagsledningar att vidta åtgärder för att höja företagets aktiekurser på kort sikt (till exempel skjuta upp investeringar och säga upp anställda), vilket skadar företagets prestationer på sikt.

Pensionsfonder

Pensionsfonder tar allt större andelar i hedgefonder. Det bör oroa dem som är beroende av dessa pensionsfonder för sitt framtida uppehälle. Pensionsfondernas investeringar i hedgefonder innebär att risk överförs till arbetstagarna. Hedgefonderna är inte enbart riskabla, de är också etiskt tvivelaktiga, med tanke på att många hedgefonder strävar efter kortsiktig vinst på arbetstagarnas bekostnad. Det betyder att pensionsfondernas investeringar i ett sådant beteende kan jämföras med att en grupp arbetstagare försöker att få fördelar på bekostnad av en annan grupp. Enbart det bör få pensionsfonderna att tänka efter två gånger innan de gör sådana investeringar. Det finns dock också ett tredje element i detta, nämligen faktumet att hedgefonder ofta är aktiva ägare, och försöker att få styrelseposter i företag de investerar i, påverkar företagets politik och agerar tvärt emot pensionsfondernas politik om neutrala investeringar.

Beskattning

Hedgefonder (och privatkapitalfonder) gör sitt yttersta för att dra nytta av skatteregler som gynnar dem, och har ofta sitt säte i skatteparadis. När privatkapitalfonder förvärvar ett företag och finansierar förvärvet med lån minskar det berörda företaget ofta sina skatter genom att optimera skatteavdragen för skulden som ingåtts för att förvärva tillgången. Andra skattebetalare får betala mellanskillnaden, och ger i praktiken en skattesubvention till fonderna och de mycket högavlönade fondförvaltarna. Hedgefonder har nu börjat arbeta på ett liknande sätt (PricewaterhouseCoopers, 2007). Om ett lands skattebas urholkas betyder

det nedskärningar av offentliga tjänster eller skattehöjningar för alla andra. Hedgefondförvaltarnas "intäkter" behandlas som realisationsvinster och beskattas mycket lägre än vanliga löner, vilket också i praktiken är en skattesubvention.

Fackliga mål

Fackföreningarna har väl genomarbetade politiska mål med avseende på hedgefonder på nedanstående områden:

- genomsynlighet och bolagsstyrning
- skatteregler
- pensionsfonder
- arbetstagarnas rättigheter.

Genomsynlighet och bolagsstyrning

Hedgefonder är både ogenomsynliga och antingen praktiskt taget oreglerade, eller föremål för en endast mycket lätt reglering. Bristen på genomsynlighet och den asymmetriska karaktären i den information som är tillgänglig om hedgefonderna kan vara en orsak till instabilitet i det finansiella systemet. Författarna till PSE-rapporten (2007: 19) skriver att hedgefondernas struktur och ogenomsynlighet är avsiktlig:

Det skapas onödiga, kostsamma och komplexa holdingstrukturer – och det blir i praktiken omöjligt att se igenom företagstäckmanteln, vilket försvårar för alla parter som är intresserade av företaget – tillsynsmyndigheter, skattemyndigheter, fackföreningar och andra.

EU-kommissionären med ansvar för den inre marknaden och tjänster, Charlie McCreevy, avfärdade nyligen under ett tal i London föraktfullt de som krävde hårdare reglering av privatkapital- och hedgefonder som "en armé av regleringsknarkare och lobbyister" (McCreevy, 2008). Istället pekade han på den granskning av privatkapital- och hedgefondinvesteringar som Europaparlamentet håller på att genomföra, och den frivilliga uppförandekodex som den brittiska hedgefondbranschen utarbetat. McCreevy glömde dock att nämna att om det inte hade varit för denna "armé av regleringsknarkare", skulle Europaparlamentet inte ha gjort någon granskning, och det skulle inte ha funnits någon frivillig uppförandekod – hur otillräcklig den än må vara.

Trots att hedgefondsektorn har fått politiskt stöd hos ledande byråkrater i Bryssel, kommer frågan om en reglering och om bolagsstyrningen inte att dunsta bort. Den kommer snarare att bli allt mer trängande, i takt med att hedgefondsektorn växer. McVea (2007: 739) menar att den är en "industri som alltför länge har utgått från att den är sin egen lag", och argumenten för

en hårdare kontroll är lika oemotståndliga som kravet på att behålla status quo är oansvarigt (McVea, 2007: 723).

Detta är kanske inte McCreevys åsikt, men han kanske skulle förvånas av att även Internationella valutafonden (IMF) och Europeiska centralbanken finns bland "regleringsknarkarna". I april 2007 anmärkte IMF (2007b: 60) att förslagen om att kräva informationsskyldighet av fonderna hade stött på hårt motstånd, men:

Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv kan ansträngningarna för att utveckla standardiserade mått på hedgefondernas hävstångsverkan och likviditet för att informera investerare och motparter vara till stor nytta.

De globala fackliga organisationerna (Global Unions, 2007) har pekat på att "aktuella nationella ramar för bolagsstyrningen inriktas på börsnoterade företag, och ställer betydligt svagare krav på olistade företag", och på att det behövs åtgärder för att försvara företagens långsiktiga intressen, oavsett om hedgefonderna investerar i dem eller inte.

Genomsynlighet och bolagsstyrning hänger samman. Det bör råda lika villkor för både "alternativa" fonder som hedgefonder och traditionella kollektiva investeringsinstrument. Dessa villkor bör omfatta genomsynlighet och rapportering om prestationer, riskhantering och avgiftsstruktur. Hedgefondernas investeringspolitik bör vara föremål för regler "som syftar till både stabilitet på finansmarknaden och till att långsiktigt öka värdet på tillgångarna" (Global Unions, 2007). De fackliga organisationerna har gått i spetsen för krav på större genomsynlighet både på privatkapitalmarknaden och i hedgefonderna. Det har gjorts en del framsteg. I till exempel Storbritannien har hedgefonder nu en frivillig uppförandekod. Det räcker inte, men det är en start. På det internationella planet fortsätter de globala fackliga organisationerna och IFS att verka för ett fackligt program inom ramen för de allmänna kraven på större öppenhet.

Skattereglering

Skattereglerna måste särskilt i hedgefondernas centralområden Europa och USA anpassas för att täcka in hedgefonderna, så att skattesystemen inte gynnar ett kortsiktigt investeringsbeteende. I Danmark har skattesatserna på kortsiktiga investeringar höjts för att motverka "snabba kast" (Monks, 2008). Hedgefondernas utbredning får inte tillåtas hota företagsskatteintäkterna. Det måste skiljas mellan en beskattning av hedgefonderna, fondförvaltarna och företagen som fonderna äger.

Fackföreningarna i Europa skulle kunna börja med att bedriva en kampanj för en enhetlig, progressiv realisationsvinstskatt i alla EU-länder. Skattesatsen skulle behöva vara hög för kortsiktiga arbitrageaffärer, för att motverka kortsiktiga förvärv och avyttringar av företag på företagsmarknaden. Skatten bör betalas i landet där föremålet för transaktionen finns (PSE, 2007: 26).

Pensionsfonder

Som Internationella fackliga samorganisationen IFS säger (ITUC, 2007: 9), måste pensionsfondförvaltare

dessutom vara mycket försiktiga med investeringar i privatkapital- och hedgefonder. De bör ta hänsyn till sådana investeringars realavkastningshistoria, riskerna som är förknippade med dem, de många konsekvenser för utomstående parter de ger upphov till, och de direkta eller indirekta följder de kan ha på arbetsplatserna för ägarna av pensionsfondernas medel, deras framtida förmånstagare.

Den japanska fackliga huvudorganisationen RENGO (2007: 8) vill att pensionsfonderna skall göra "socialt ansvarsfulla investeringar, så att medel som arbetstagarna och fackföreningarna bidrar med inte på grund av investmentfondernas verksamheter inverkar negativt på jobben och arbetstagarnas villkor".

Den nederländska fackliga huvudorganisationen FNV manar till extrem försiktighet gentemot hedgefonder, och säger att de för med sig stora risker för pensionsfonder, när det gäller att bedöma om de har en god socialpolitik. FNV (2007: 8) skriver att hedgefonder som vill ha platser i företagsstyrelserna "sätter styrelserna i pensionsfonder i en omöjlig sits" eftersom pensionsfonder som investerar i sådana hedgefonder omedelbart blir indirekt ansvariga för företagets politik – en roll som pensionsfonder, som investerare, bör undvika.

Arbetstagarnas rättigheter

Hedgefonder bör acceptera att arbetstagarnas rätt att förhandla kollektivt, och deras rättigheter till information om, samråd med och representation i företagen, är viktiga mekanismer för att säkra och främja långsiktiga intressen i företag som fonderna investerar i. När hedgefonder tar ställning till en investering bör de inte enbart inleda en dialog med företagets ledning, utan också med de berörda fackföreningarna och medbestämmanderåden (FNV, 2007: 9). De bör engagera sig för att respektera arbetstagarnas rättigheter innan betydande andelar förvärvas.

Detta bör närmare bestämt betyda att man – som ett minimum – engagerar sig för att respektera ILOs centrala arbetsnormer, och i synnerhet ILO-konventionerna 87, 98 och 135, ILOs trepartsdeklaration om principer för multinationella företag och OECDs riktlinjer. Fackliga representanter bör utan dröjsmål kunna få tillgång till information före, under och efter att hedgefonder har tagit över ett företag. De bör informeras om källan till investeringen, om vilka som är de slutliga ägarna, och de bör kunna ta del av sitt företags framtida affärsplaner.

Hedgefondernas investeringar kan göra det svårt att se exakt vem som är arbetsgivare i ett specifikt företag, eller snarare var den verkliga makten finns. När hedgefonder har tagit en betydande post i företaget, har dess ledning

kanske inte längre den faktiska kontrollen, som istället finns hos hedgefonden. Men när det gäller förhandlingar och samråd med arbetstagarna undandrar sig hedgefonderna vanligtvis sitt ansvar, och hävdar att de "bara är ännu en investerare". John Monks (2006) har konstaterat att "fondförvaltarna som kontrollerar dessa företag i praktiken inte ser sig som arbetsgivare" – de definieras inte rättsligt som arbetsgivare, och de har inga av arbetsgivarnas förpliktelser.

I och med att hedgefonder börjar agera mer som privatkapitalfonder när de tar kontrollposter eller köper upp hela företag, bör fackföreningarna i Europa överväga att testa tillämpningen av EUs regler om arbete och social dialog, till exempel det europeiska koncernrådsdirektivet, på dessa fonder. Fackföreningarna skulle också kunna verka för ändringar i EU-direktivet om skydd för arbetstagares upparbetade rättigheter vid överlåtelse av företag, så att det även täcker in överlåtelser genom aktieöverlåtelser. Ett sådant direktiv skulle om det infördes i EU-ländernas lagapparater tvinga arbetsgivare att informera och samråda med representanter för arbetstagarna före en överlåtelse, och fastlägga regler som skyddar anställda mot uppsägningar eller förändringar av anställningsvillkor i samband med överlåtelser, om de orsakas av den.

Innan det gjorts någon sådan ändring inom EU, och under alla omständigheter utanför EU, måste fackföreningarna förhandla med nuvarande arbetsgivare om successionsbestämmelser som träder i kraft i fall av ägarförändringar, för att sörja för kontinuitet för anställningar, löner och villkor, förhandlingsrätt och pensioner. De måste också trycka på för att nationella regeringar skall införa lagar som säkrar rätten till sådana successionsbestämmelser. De globala fackliga organisationerna och IFS måste inleda direkta diskussioner med hedgefonderna för att uppnå garantier för arbetstagarnas rättigheter, anställningar, löner, pensioner och anställningsvillkor för arbetstagarna i samband med framtida företagsförvärv.

Facklig aktion

Fackliga organisationer över hela världen har med anledning av att alternativa investmentkanaler som hedgefonder utökat sina verksamheter, vidtagit åtgärder på både det nationella och det internationella planet. Åtgärderna har inriktats på tre områden:

- utredningar och information
- dialog, och kampanjer och åtgärder med sikte på förhandlingar
- lagstiftning – om rättigheter och reglering.

Utredningar och information

Detta papper är en del av UNIs löpande utredningsverksamhet med inriktning på alternativa investmentkanaler. Tidigare rapporter har handlat om statliga

förmögenhetsfonder och pensionsfonder. Enskilda UNI-förbund, nationella fackliga huvudorganisationer, IFS och andra globala fack har också beställt och gett ut forskningsrapporter på detta område. Den växande samlingen av facklig litteratur i ämnet används av medlemsförbunden för att utbilda funktionärer och aktivister så att de skall kunna hantera följderna av hedgefondernas och de andra alternativa investeringkanalernas verksamheter (se till exempel, AFL-CIO, 2007; FNV, 2007; GMB, 2007; ITUC, 2007; IUF, 2007; RENGO, 2007; SEIU, 2008; TUC, 2003, 2007). UNI samordnar medlemsförbundens verksamheter på det internationella planet genom en arbetsgrupp, och utanför UNI sker det ett nära samarbete mellan nationella fackförbund och de globala facken, både bilateralt (i till exempel UNI, IMF's och IUL's gemensamma workshop om privatkapital, i Nyon, i november 2007) och inom TUAC och IFS.

Det planeras också ytterligare forskningsarbete om situationen i Frankrike, de nordiska länderna och Nederländerna, om skattefrågor, samt en fallstudie om den norska oljefonden. De diskussioner som inleddes under Världsekonominforumet i Davos ledde fram till att UNIs generalsekreterare medverkade i en rådgivande grupp med uppgift att forska om "globaliseringen av alternativa investeringar". Gruppens första rapport år 2008 var *The Global Economic Impact of Private Equity (Privatkapitalets globala ekonomiska effekter)*. Det planeras ytterligare forskningsarbete den närmaste framtiden, och generalsekreteraren kommer att medverka i det. UNI har också engagerat sig i en fallstudie om KKR som leds av UNIs amerikanska medlemsförbund SEIU. Som en del av detta forskningsarbete deltog UNI-förbunden i en enkät om KKR i sina länder, och SEIU gav i februari 2008 ut en rapport om KKR's verksamhet; *Winners and Losers: Fallout from KKR's Race for Profit (Vinnare och förlorare: bieffekter av KKR's profitjakt)*.

Lagen – rättigheter och reglering

Fackföreningarna engagerar sig på olika nivåer för att verka för bättre reglering av och mer genomsynlighet hos alternativa investmentkanaler. På det internationella planet har TUAC (2008: 2) gjort framställningar hos OECD och pressar på för mer öppenhet och för att OECD skall "lägga större vikt vid grupper vars situation påverkas av investmentfonderna än vid fonderna själva". TUAC beskriver detta som en "slutanvändaransats".

I enskilda länder har fackföreningarna använt både gällande lagar för att försvara medlemmar, och verkat för ny lagstiftning för att förstärka regleringen. I Danmark har Dansk Metal med framgång utmanat privatkapitalkonglomeratet *Nordic Telephone Company* under ett rättsfall då man försökte tvinga minoritetsägare att sälja sina aktier i TDC för att kunna avnotera företaget. TDC förlorade, överklagade beslutet, och förlorade igen. Dansk Metal samarbetade med minoritetsägare, till största delen en pensionsfond, för att vinna fallet och behålla TDC's börsnotering.

I Nederländerna har FNV-KIEM stött medlemmar i det nederländska förlaget PCM när det köptes upp av privatkapitalbolaget APAX partners, som tömde

företaget på pengar, varefter man lämnade marknaden. Fackförbundet drog PCM inför domstol för att bestrida dess strategi och skapade ett positivt prejudikat som skall hjälpa fackföreningar att förhindra ett liknande agerande i framtiden.

I USA har SEIU tagit strid med allianser av privatkapitalfonder och statliga förmögenhetsfonder, och medverkade till att ta upp en lag om ansvarsfulla privatkapitalinvesteringar i februari år 2008 i Kaliforniens lagstiftande församling. Lagförslaget syftade till att hindra den delstatliga pensionsfonden för offentligtanställda i Kalifornien CalPERS och lärarnas pensionsfond CalSTRS att göra nya investeringar eller att förnya sina investeringar i privatkapitalbolag som delägs av statliga förmögenhetsfonder i länder som kränker de mänskliga rättigheterna.

I Storbritannien har anställda ett visst skydd för löner och villkor när deras arbetsgivare köps upp av en annan arbetsgivare. Det är resultatet av den brittiska tolkningen av EU-direktivet om förvärvade rättigheter. Detta skydd gäller dock inte vid överlåtelser av aktier som innebär att det uppstår en ny kontrollpost i ett företag. De brittiska fackföreningarna har därför stött en parlamentsmotion om privatkapital, "lagförslaget om överföring av företag och skydd av sysselsättningen", som syftar till att utsträcka det nuvarande, begränsade skyddet av anställningsvillkoren även till ägarförändringar genom aktieöverlåtelser.

Tyvärr lyckades varken initiativet i det brittiska parlamentet, eller det i Kalifornien. De innebar ickedestomindre att fackföreningarna kunde nå ut till en större publik med frågor som rörde arbetstagarnas rättigheter och att de tvingade den alternativa investmentlobbyn på defensiven.

Dialog, kampanjer och initiativ till förhandlingar

UNI representerades i januari 2008 av sin generalsekreterare vid Världsekonominforumet i Davos. Hans medverkan har hjälpt till att etablera UNI och de andra globala fackliga organisationerna som legitima representanter för arbetstagarna i företag med alternativt investmentkapital.

UNI har haft möten med nationella riskkapitalråd – den brittiska riskkapitalföreningen BVCA, den franska föreningen av investerare AFIC och det privatkapitalrådet i USA, PEC. UNIs generalsekreterare har träffat dessa grupper för att verka för UNIs globala principer för privatkapital. Det planeras fler möten för att fortsätta diskussionerna. I amerikanska PECs fall skall en uppsättning arbetsmarknadsprinciper, som föreslagits av rådet, diskuteras. Detta arbete skulle kunna utsträckas till hedgefondorgan som den brittiska *Alternative Investment Management Association* och USAs *Managed Funds Association*, innan det tas kontakter med de viktigaste hedgefonderna direkt.

Medlemsförbund i USA har visat vägen genom att inse hur viktigt det är med en facklig representation i pensionsfonder, och andra följer efter. Brittiska TUC har gett ut guider om privatkapitalfonder (TUC, 2007) för

pensionsfondförvaltare, och en stor del av guiderna kan tillämpas även på hedgefonder.

UNI stöder den globala aktionsdagen om KKR i juli 2008, som skall organiseras av SEIU. UNI och medlemsförbunden kommer också att utreda om det kan bildas ett europeiskt koncernråd för KKR. Efter verksamheterna kring "Super Returns"-konferensen har UNI skrivit till konferensens organisatörer för att begära att fackföreningarna skall kunna medverka och tala under 2009 års evenemang.

UNI uppmanar medlemsförbunden att förhandla om successionsbestämmelser som träder i kraft vid ägarförändringar, i synnerhet i områden utanför EU som inte omfattas av EU-direktivet om skydd för arbetstagares rättigheter vid överlåtelse av företag, så att anställningsvillkoren och den fackliga förhandlingsrätten skyddas.

Källor

- AFL-CIO (2007) *Private Equity and Hedge Funds*. Uttalande av AFL-CIOs styrelse, 8 augusti, 2007. Chicago: AFL-CIO. <http://www.aflcio.org/aboutus/thisistheafclcio/ecouncil/ec08082007b.cfm>. (Sidan besöktes den 19 februari 2008).
- Berkshire Hathaway Inc (2003) *2002 Annual Rapport*. <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>. (Besökt 19 februari 2008).
- Bush, J. (2006) 'Sell out: Why hedge funds will destroy the world'. *New Statesman*, 31 juli 2006.
- Chan, N., Getmansky, M., Haas, S.M. och Lo, A.W. (2005) *Systemic Risk and Hedge funds*. Working Paper 11200. National Bureau of Economic Research. Mars 2005.
- Credit Suisse First Boston (2005) *European Wholesale Banks: Hedge Funds and Investment Banks*. 9 mars 2005.
- Dore, R. (2002) 'Stock market capitalism and its diffusion'. *New Political Economy*, Vol. 7, Nr 1, ss. 115-121.
- Europeiska centralbanken, European Central Bank (ECB) (2006) *Financial Stability Review*, juni 2006. Frankfurt am Main: ECB
- Europeiska fackliga samorganisationen, European Trade Union Confederation (ETUC) (2007) 'World financial crisis: "Europe must act" says the ETUC'. Pressmeddelande från EFS, 17 augusti 2007. <http://www.etuc.org/a/3883> (19 februari 2008).
- Evans-Pritchard, A. (2005) 'Swarms of locusts' man in German coalition', *Daily Telegraph*, 14 september 2005.
- Farrell, D., Lund, S., Gerlemann, E., Seeburger, P. (2007) *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Markets*. A McKinsey Global Institute (MGI) Report. Oktober 2007. San Francisco: McKinsey and Company.
- Ferguson, R. och Laster, D. (2007) 'Hedge funds and systemic risk'. *Financial Stability Review*, Nr 10, april 2007. Banque de France.
- Financial Services Authority (FSA) (2005) *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*. Juni 2005. London: FSA. http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf (19 februari 2008).
- Folkman, P., Froud, J., Johal, S. och Williams, K. (2006) *Working for themselves?: Capital market intermediaries and present day capitalism*. Working Paper No. 25. November 2006. Centre for Research on Socio-Cultural Change (CRESC). University of Manchester.
- FNV (2007) Socially responsible investments, Hedge Funds and Private Equity. 8 mars 2007.
- Garbaravicius, T. och Dierick, F. (2005) *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*. European Central Bank Occasional Paper No. 34, augusti 2005. Frankfurt am Main: ECB.
- De globala fackliga organisationerna, Global Unions (2007) *Towards Fair Globalisation*. Fackligt uttalande inför G8-mötet i Heiligendamm 6-8 juni 2007.
- Glyn, A. (2006) *Capitalism Unleashed: Finance, Globalisation and Welfare*. Oxford: Oxford University Press.

- GMB (2007) *Private Equity's Broken Pension Promises*. London: GMB.
- Hedge Fund Standards Board (HFSB) (2008) *The Hedge Fund sector: History and present context*. London: Hedgefond Standards Board. http://hfsb.org/sites/10109/files/what_is_a_hedge_fund.pdf (19 februari 2008)
- International Financial Services, London (IFSL) (2007a) *Hedge Funds*. City Business Series, april 2007. http://www.ifsl.org.uk/uploads/CBS_Hedge_Funds_2006.pdf (19 februari 2008).
- IFSL (2007b) *Hedge Funds Tables* http://www.ifsl.org.uk/uploads/data/Hedge_Funds_2007.xls. (19 februari 2008)
- Internationella valutafonden (IMF) (2007a) *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. International Monetary Fund Discussion Paper, juni 2007.
- IMF (2007b) *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Internationella valutafonden, april 2007.
- Internationella fackliga samorganisationen, International Trade Union Confederation (ITUC) (2007) *Where the house always wins: Private Equity, Hedge Funds and the new Casino Capitalism*. ITUC Report, juni 2007. Bryssel: ITUC.
- Internationella unionen för livsmedels-, njutningsmedels- och lantarbetareförbund samt förbund inom hotell- och restaurangbranschen (IUL), (2007) *A Workers' Guide to Private Equity Buyouts*. Genève: IUL.
- Lutz, S. (2005) 'The finance sector in transition: A motor for economic reform?' *German Politics*, Vol. 14, Nr 2, ss. 140-156.
- Malkiel, B.G. och Saha, A. (2005) 'Hedge Funds: Risk and Return', *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, Nr 6, ss. 80-88.
- McCreevy, C. (2008) *Private Equity*. Tal av EU-kommissionären för inre marknad och tjänster, inför Allied Irish Banks, London, 7 februari 2008.
- Monks, J. (2008) *Locusts v Labour: Handling the New Capitalism*. Tal på Harvard, 16 april 2008.
- Monks, J. (2006) *The Challenge of the New Capitalism*. Aneurin Bevan Lecture, London, 14 november 2006. <http://www.etuc.org/a/3052> (19 februari 2008)
- McVea, H. (2007) 'Hedge funds and the new regulatory agenda', *Legal Studies*, Vol. 27 Nr 4, ss. 709-739.
- Nakamoto, M. (2008) 'J-Power rejects TCI proposals'. *Financial Times*, 30 april 2008.
- Nakamoto, M. (2007) 'TCI calls on J-Power to triple dividend'. *Financial Times*, 12 mars 2007.
- Noyer, C. (2007) 'Hedge funds: what are the main issues?' *Financial Stability Review*, Nr 10, april 2007. Banque de France.
- OECD (2007) *The Implications Of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis Of Research About Private Equity Firms and "Activist Hedge Funds"*. Utgiven av OECDs styrgrupp om bolagsstyrning, juli 2007. Paris: OECD.
- Plender, J. (2005) 'Resistance to systemic risk may be eroded'. *Financial Times*, 15 februari 2005.

- PricewaterhouseCoopers (2007) Specialist transaction tax team to advise hedge funds on structuring acquisitions. 24 januari 2007. <http://www.ukmediacentre.pwc.com/Content/Detail.asp?ReleaseID=2200&NewsAreaID=17> (19 februari 2008).
- RENGO (2007) *A RENGO Perspective - Approaches and Policy Issues Concerning Hedge and Private Equity Funds*. Antaget av RENGOs styrelse under dess 25:e session, 13 september 2007.
- SEIU (2008) *Winners and Losers: Fallout from KKR's Race for Profit*. Februari 2008. Washington, DC: SEIU.
- Socialistiska gruppen i Europaparlamentet (PSE) (2007) *Hedge Funds and Private Equity: A Critical Analysis*. April 2007. Bryssel: PSE.
- Den fackliga rådgivande kommittén i OECD, Trade Union Advisory Committee to the OECD (TUAC) (2008) *Samråd med ordföranden för OECDs styrgrupp om bolagsstyrning, Paris, 15 april 2008*. Kommentarer till förslaget till arbetsprogram och budget 2009-2010 [DAF/CA/CG(2008)7]. Paris: TUAC.
- Den fackliga rådgivande kommittén i OECD (TUAC) (2007) *Background Paper and Questions for Discussion*. TUAC Labour/Management Seminar on Financialisation - What Regulatory Response? 16 mars 2007. PAC/AFF/LMP(2007)2/REV1. Paris: TUAC.
- Trades Union Congress (TUC) (2007) *Private equity – a guide for pension fund trustees*. London: TUC.
- Trades Union Congress (TUC) (2003) *Trade unions and investor activism*. London: TUC.
- Warwick-Ching (2006) 'Hedge Funds', *Financial Times*, 27 januari 2006.
- Woolley, P. (2004) 'How hedge funds are destabilising the markets'. *Financial Times*, 27 september 2004.
- Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. och Amess, K. (2007) *The Implications Of Alternative Investment Vehicles For Corporate Governance: A Survey Of Empirical Research*. En rapport för OECDs styrgrupp om bolagsstyrning. Paris: OECD.