

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wpływu funduszy *private equity*, funduszy hedgingowych i państwowych funduszy inwestycyjnych na przemiany w przemyśle

(opinia z inicjatywy własnej)

(2010/C 128/10)

Sprawozdawca: **Peter MORGAN**

Współsprawozdawca: **Ion POP**

Dnia 26 lutego 2009 r. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny postanowił, zgodnie z art. 29 ust. 2 regulaminu wewnętrznego, sporządzić opinię z inicjatywy własnej w sprawie

wpływu funduszy *private equity*, funduszy hedgingowych i państwowych funduszy inwestycyjnych na przemiany w przemyśle.

Komisja Konsultacyjna ds. Przemian w Przemysle, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię w dniu 10 września 2009 r.

Na 457. sesji plenarnej w dniach 4–5 listopada 2009 r. (posiedzenie z 5 listopada) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 167 do 1 – 3 osoby wstrzymały się od głosu – przyjął następującą opinię.

1. Wnioski i zalecenia

1.1. Celem niniejszej opinii jest przeanalizowanie, w jaki sposób państwowe fundusze majątkowe, PFM (*sovereign wealth funds*, SWF) oraz alternatywne fundusze inwestycyjne AFI (*alternative investment funds*, AIF) oddziałują na przemiany w przemyśle. AFI obejmują fundusze *private equity* (PE) i fundusze hedgingowe (*hedge funds*, HF). EKES zlecił zbadanie tego problemu konsultantom „Wilke Maack und Partner” (WMP), którzy przygotowali 87-stronicowy raport. Autor opinii odsyła do tego raportu zawierającego bardziej szczegółową analizę tej problematyki. Z kolei w dokumencie „The New Power Brokers”, opublikowanym na stronie internetowej Mckinsey Global Institute, zaprezentowano spojrzenie na AFI i PFM z zupełnie innej perspektywy.

1.2. Fundusze, o których mowa w niniejszej opinii, w bardzo różny sposób wpływają na przemiany dokonujące się w przemyśle. O ile PFM działają typowo inwestycyjnie, czyli kupują i sprzedają na rynku, to fundusze hedgingowe kupują i sprzedają akcje przeważnie jako maklerzy, choć niektóre z nich są aktywnymi inwestorami, z kolei fundusze *private equity* przyjmują strategię ingerowania w działania spółki (*hands-on*). Nie sposób jednakowo traktować tych trzech mocno różniących się między sobą modeli inwestowania. Pod koniec każdego z rozdziałów 3, 4 i 5 – odpowiednio dla każdego typu funduszy – przytoczono analizy SWOT sporządzone przez konsultantów WMP.

1.3. Z doświadczenia i z badań jasno wynika jeden wspólny aspekt: wszystkim konsekwencjom społecznym, wliczając w to przemiany w przemyśle, sprzyjać będzie poprawa jakości informacji, ich rozpowszechnianie i przede wszystkim ich przejrzystość. EKES zdecydowanie opowiada się za udoskonaleniem tych trzech aspektów we wszystkich przypadkach.

1.4. W przypadku funduszy *private equity* ważne są trzy aspekty. Wnoszą one cenny wkład dzięki kapitałowi wysokiego ryzyka oraz poprzez finansowanie restrukturyzacji, reorganizacji oraz fazy wzrostu firm rodzinnych. Z drugiej strony niedawne agresywne formy inżynierii finansowej, kojarzone z potężnymi wykupami lewarowanymi (*leveraged buy-out*, LBO), mogą poważnie zachwiać lub nawet doprowadzić do upadku wiele firm, pociągając za sobą fatalne konsekwencje dla wszystkich zainteresowanych stron, w tym i dla pracowników. Działalność funduszy *private equity* ma także niebagatelny wymiar społeczny, mogąc zarówno poprawić, jak i pogorszyć stopę zatrudnienia, poziom zarobków i praw społecznych. Ze względu na trudności z uzyskaniem danych, eksperci WMP zalecają daleko posuniętą ostrożność w ferowaniu wyroków jakoby spółki wspierane przez fundusze PE były traktowane gorzej lub podlegały większej presji, jeśli chodzi o ogólny wzrost tempa przemian w przemyśle i restrukturyzacji na przestrzeni ostatnich dwóch dekad. W całej Europie można wskazać liczne przykłady pogorszenia się warunków i stosunków pracy w przedsiębiorstwach, gdzie fundusze te nie odgrywały żadnej roli.

1.5. Zasadniczo działalność funduszy hedgingowych nie wpływa na przemiany w przemyśle, ale od tej reguły są ważne wyjątki. Skupują one na dużą skalę zagrożone długi (*distressed debt*), są więc inwestorami ostatniej szansy (*buyers of last resort*) i mogą wносить istotny wkład w ratowanie i reorganizację zagrożonych spółek. Ponadto angażują się one po obu stronach transakcji fuzji i przejęć. Wprawdzie tworzy to wartość, jednak z perspektywy przemian w przemyśle wpływ takich działań nie zawsze jest korzystny. Za potencjalny minus uznaje się nastawienie krótkoterminowe. Zastrzeżenia budzą też brak przejrzystości i ewentualność ryzyka systemowego, pogłębiają jeszcze mechanizm dźwigni.

1.6. W przypadku PFM trzeba podkreślić dwa istotne aspekty. Do ich dobrych stron zalicza się długoterminowy model inwestowania w udziały i gotowość do występowania w roli nabywcy ostatniej szansy. Druga strona medalu to brak przejrzystości i możliwość wykorzystania udziałów do realizacji strategicznych celów politycznych.

1.7. Umiędzynarodowienie rynków kapitałowych jest bardzo znamienne. Instytucje inwestycyjne zgromadziły w swych portfelach papiery wartościowe spółek z całego świata i napędzały międzynarodowe fuzje i przejęcia. Na spółki i organy regulujące wywierano nacisk, aby ograniczyć prawa głosu kierownictwa na rzecz udziałowców. Ciągła presja fuzji i przejęć oraz zagrożenie aktywnością akcjonariatu zmusiła zarządy spółek w EU do zapoczątkowania szeroko zakrojonych przemian. To z kolei w pewnym stopniu pogorszyło stosunki pomiędzy zarządem a udziałowcami i ogólnie skróciło horyzont czasowy zarządzania. W takim kontekście działają AFI i PFM.

1.8. Zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi (CIFM), odpowiedzialni za fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe i fundusze wzajemne, na każdym kroku współpracują z zarządzającymi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI). To oni należą do największych inwestorów lokujących swoje środki w AFI, oni sprzedają swoje inwestycje funduszom private equity na wykupy lewarowane, to oni kupują spółki portfelowe, gdy wycofuje się z nich kapitał PE, to ich inwestycje wchodzi do gry, kiedy aktywny fundusz hedgingowy angażuje się w fuzje i przejęcia oraz to oni są akcjonariuszami, którzy pożyczają akcje funduszom hedgingowym, aby te mogły je zbyć w ramach operacji krótkiej sprzedaży. Wreszcie to oni w ostatecznym rozrachunku stoją za wszelkiego rodzaju polityką ochrony środowiska, ładu korporacyjnego czy polityką społeczną prowadzoną przez AFI. Stąd też zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi pełnią rolę analogiczną do ZAFI.

1.9. Kierując się wnioskami z raportu WMP i innymi punktami widzenia przedstawionymi w tej opinii, zalecenia EKES-u można podzielić na trzy kategorie: regulacja i przejrzystość, zmiany w obowiązującym prawodawstwie społecznym oraz odpowiedzialność zarządzających konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi.

1.10. Uregulowanie kwestii ZAFI jest przedmiotem projektu dyrektywy UE, na temat którego EKES wypowie się w odrębnej opinii. Zdaniem Komitetu należy zauważyć, że AFI nie spowodowały kryzysu, ale że to kryzys uderzył w nie z potężną siłą. Wciąż pozostaje sporo niepewności, jeśli chodzi o rolę, jaką odegrały te fundusze i oczywiście konieczne jest w ich przypadku zwiększenie przejrzystości poprzez odpowiednie uregulowania.

1.11. EKES popiera sześć ogólnych zasad dotyczących regulacji w zakresie funduszy hedgingowych, wymienionych w rozdziale 4, które Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) zaproponowała w czerwcu 2009 r. EKES zaleca Komisji, by tworząc uregulowania w zakresie ZAFI inspirowała się tymi zasadami, pogłębiając je w proponowanej dyrektywie. Choć IOSCO dokonało analizy zagrożeń, jakie fundusze private equity stwarzają dla systemu finansowego, to jednak na razie nie zaproponowano żadnych uregulowań. EKES radzi Komisji, by przejęła zasady IOSCO dotyczące funduszy hedgingowych i dostosowała je do profilu funduszy private equity.

1.12. Jak stwierdzono w rozdziale 5, ustalone przez PFM zasady z Santiago stanowią podstawę do zwiększenia przejrzystości

i lepszego zarządzania. Niemniej trzeba uczynić znacznie więcej, dlatego też EKES wzywa Komisję, aby w dalszym ciągu wywierała nacisk na Międzynarodową Grupę Roboczą ds. PFM, aby kontynuowała niezbędne reformy.

1.13. W niektórych systemach prawnych fundusze hedgingowe i fundusze private equity będące właścicielami spółek i posiadające nad nimi kontrolę nie są traktowane jak pracodawcy i w związku z tym nie podlegają zobowiązaniom prawnym z tego tytułu. Europejska dyrektywa dotycząca praw nabytych, która chroni prawa pracownicze w wypadku przejęcia, zasadniczo nie ma zastosowania w przypadku przejęcia przez AFI, ponieważ fundusze te przejmują tylko udziały, więc pracodawca nie ulega zmianie. EKES zaleca, by zaostrzyć przepisy dyrektywy 2001/23/WE⁽¹⁾ w odniesieniu do przejęć dokonywanych przez fundusze hedgingowe i fundusze private equity, aby:

- zagwarantować prawa pracowników przejmowanej spółki, w tym i prawa w zakresie informowania i przeprowadzania konsultacji;
- nie dopuścić do sytuacji, w której przedsiębiorstwa przejmowane drogą sprzedaży udziałów zostają wyłączone z zakresu obowiązywania dyrektywy
- zapewnić zgodność tych działań z prawodawstwem krajowym i europejskim.

1.14. W odpowiedzi na obecną sytuację, do której doprowadziły fundusze hedgingowe i fundusze private equity, EKES proponuje zmianę dyrektywy Rady 94/45/WE⁽²⁾ w sprawie ustanowienia Europejskiej Rady Zakładowej oraz dyrektywy 2002/14/WE⁽³⁾ ustanawiającej ogólne ramowe warunki informowania i przeprowadzania konsultacji z pracownikami, aby zapewnić skuteczniejsze egzekwowanie prawa do konsultacji, z uwzględnieniem stanowiska wszystkich stron, przed sfinalizowaniem transakcji z udziałem funduszu PE, w trakcie jakiegokolwiek procesu restrukturyzacji oraz przed zbyciem udziałów.

1.15. Coraz więcej funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych posiada udziały w funduszach hedgingowych i funduszach PE, więc ich niewypłacalność mogłaby niekorzystnie odbić się na prawach emerytalnych ich klientów. EKES zwraca się do Komisji o dokonanie przeglądu dyrektywy 2003/41/WE⁽⁴⁾ w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, aby zagwarantować:

- przeprowadzanie konsultacji z pracownikami i przedstawicielami związków zawodowych w sprawie sposobów inwestowania ich składek emerytalnych i związanego z nimi ryzyka oraz uwzględnianie ich poglądów;

(1) Dz.U. L 82 z 22.3.2001, s. 16.

(2) Dz.U. L 10 z 16.1.1998, s. 22.

(3) Dz.U. L 80 z 23.3.2002, s. 29.

(4) Dz.U. L 235 z 23.9.2003, s. 10.

— stosowanie najlepszych praktyk przez państwa członkowskie dla zapewnienia ochrony emerytur zakładowych pracowników na wypadek bankructwa.

1.16. EKES wzywa Komisję do ustanowienia w nowej dyrektywie jasnych i niedwuznacznych przepisów, które zapewnią przejrzyste wykorzystanie środków, szczególnie poprzez bezpośredni udział przedstawicieli pracowników i przedstawicieli przedsiębiorstw.

1.17. EKES apeluje do zarządzających konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi o stosowanie zasad odpowiedzialnego inwestowania (PRI) przy wszelkich transakcjach z ZAFI. Zasady odpowiedzialnego inwestowania, które odnoszą się do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego, zostały opracowane w ramach inicjatywy inwestorów instytucjonalnych we współpracy z inicjatywą finansową UNEP (Program Narodów Zjednoczonych ds. Ochrony Środowiska) i Globalnym Partnerstwem ONZ. EKES apeluje do PFM, by poszły za przykładem norweskiego funduszu emerytalnego i także przyjęły zasady odpowiedzialnego inwestowania.

1.18. Ponadto EKES popiera zasady odpowiedzialnego inwestowania w private equity, opublikowane przez radę PRI. Zasady te mają na celu pomóc zarządzającym konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi, którzy inwestują w fundusze private equity, wywiązać się z ich obowiązków w zakresie zarządzania czynnikami środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego w odniesieniu do spółek portfelowych, w które zainwestowali. EKES z zadowoleniem przyjąłby opracowanie podobnego zestawu zasad w odniesieniu do funduszy hedgingowych.

2. Właściciele, zarządzający i inwestorzy

2.1. Większość firm w państwach członkowskich UE to rodzinne firmy prywatne. Kiedy rodziny zrzekają się kontroli, firma może zostać kupiona przez inną firmę (sprzedaż inwestorowi strategicznemu), sprzedana podmiotowi *private equity* (wykup) albo przekształcona w spółkę akcyjną w drodze pierwszej oferty publicznej na giełdzie. Filozofia firm rodzinnych jest zazwyczaj długofalowa i wiąże się z odpowiedzialnością właściciela za wszystkie zainteresowane strony, zwłaszcza pracowników.

2.2. Niektórzy przedsiębiorcy szukają funduszy *private equity*, by wspomóc rozwój firmy na najwcześniejszym etapie. *Kapitał złączkowy* (*seed capital*) służy sfinansowaniu analizy, oceny i wykonania początkowej koncepcji produktu lub usługi. *Kapitał początkowy* (*start-up*) umożliwia rozwój produktu i pierwsze działania marketingowe. Przedsiębiorca zazwyczaj musi polegać na rodzinie i znajomych dla zgromadzenia tego kapitału, choć „anioły biznesu” i spółki *venture capital* mogą również zdecydować się na dokonanie inwestycji. *Kapitał na sfinansowanie rozwoju* (*expansion capital*) służy rozbudowywaniu firmy. Na tym etapie nierzadko mamy do czynienia z udziałem kapitału wysokiego ryzyka.

2.3. Inwestycje *private equity* w spółki prywatne realizowane są poprzez wykup. Może to oznaczać wycofanie się rodziny, która założyła firmę, albo wycofanie spółki z obrotu giełdowego i jej przemianę w prywatną spółkę akcyjną. W przypadku wykupu *menedżerskiego* nabywcami są obecni członkowie zarządu, nierzadko przy wsparciu funduszy *private equity*. W tym kontekście fundusze *private equity* również finansują wykupy pracownicze. *Refinansowanie* wiąże się z odkupieniem udziałów w istniejącej spółce prywatnej od innego inwestora *private equity*. Ten rodzaj transakcji umożliwia pierwszemu inwestorowi osiągnięcie zysków w rozsądnym terminie (większość funduszy *private equity* ma ograniczenia czasowe).

2.4. Fuzje i przejęcia stanowią istotny aspekt życia przedsiębiorstw. Rozwijające się firmy dokonują przejęć, finansując je zazwyczaj długiem lub kapitałem własnym. Przedsiębiorstwa są często przejmowane, ponieważ obecne kierownictwo nie wykorzystuje w optymalny sposób cennych aktywów.

2.5. Kiedy firma zaczyna przeżywać problemy lub podupadać, istnieje szansa na jej uratowanie, jednak niezbędne może okazać się zastosowanie drastycznych środków przyspieszających od dawna odkładane reformy oraz dotyczących społecznych i gospodarczych interesów akcjonariuszy, pracowników i innych zainteresowanych stron. W rezultacie może dojść do restrukturyzacji ze strony nowego kierownictwa, uratowania firmy poprzez przejęcie, wykupu przez fundusze *private equity* lub nawet reorganizacji po ogłoszeniu niewypłacalności.

2.6. Większość inwestycji kapitałowych to inwestycje na publicznym rynku kapitałowym (*public equity*), tj. w akcje spółek notowanych na giełdzie. Olbrzymie znaczenie ma umiędzynarodowienie rynków kapitałowych. Inwestorzy kapitałowi przyczyniają się do zmian w przedsiębiorstwie za pośrednictwem giełdy, gdzie nabywają akcje spółek, które spełniają ich oczekiwania, i sprzedają papiery spółek, które ich zawiodły. Zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi, występując w roli akcjonariuszy, nie angażują się bezpośrednio w funkcjonowanie spółki. Przedstawiają swoje opinie kierownictwu i mogą zwrócić się do zarządu o dokonanie zmian w kierownictwie, lecz w ostatecznym rozrachunku stymulują przemiany w przemyśle poprzez sprzedaż i nabywanie spółek, a także poprzez swoje ewentualne wsparcie dla fuzji i przejęć oraz transakcji z udziałem alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI).

2.7. Mając do wyboru cały szereg możliwości, inwestowanie w akcje spółek jest nieco ryzykownym rozwiązaniem. Inwestorzy nabywają akcje, mając nadzieję, że ich wartość wzrośnie. Choć przeciętna wartość portfeli inwestycyjnych rzeczywiście wzrasta z upływem czasu, to jednak wartość zarówno całych rynków, jak i poszczególnych walorów ulega wahaniom. Zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi inwestują w zależności od cykli rynkowych i usiłują optymalizować wartość swojego portfela, jednak ich środki pozostają narażone na kaprysy rynków giełdowych.

2.8. Konwencjonalne fundusze instytucjonalne zarządzają funduszami emerytalnymi, ubezpieczeniowymi i wzajemnymi. Ponadto bogaci klienci indywidualni (*ang. high net worth individuals, HNWI*) dysponują znacznymi środkami, z których około jedna trzecia trafia do pozostałych funduszy, o których mowa poniżej. Wszyscy konwencjonalni inwestorzy próbują minimalizować ryzyko giełdowe. W tym celu zwracają się m.in. do zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI). Za niezwykłą ekspansją funduszy hedgingowych stoją właśnie środki należące do bogatych klientów indywidualnych.

2.9. Dane opublikowane przez International Financial Services, London (IFSL) pomagają zrozumieć skalę inwestycji. W 2007 r. wartość globalnych zarządzanych aktywów wyrażona w bilionach USD przedstawiała się następująco:

| | | | |
|--------------------------|------|------------------------------|-----|
| Fundusze emerytalne | 28,2 | Państwowe fundusze majątkowe | 3,3 |
| Fundusze ubezpieczeniowe | 19,9 | | |
| Fundusze wzajemne | 26,2 | Fundusze hedgingowe | 2,3 |
| HNWI | 40,0 | Fundusze private equity | 2,0 |

Względne znaczenie funduszy hedgingowych i funduszy private equity zwiększa jeszcze koncentracja i efekt dźwigni. PFM i zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi mają mniej więcej takie same cele, więc inwestują również w fundusze PE i fundusze hedgingowe. Absolutną większość wszystkich aktywów zarządzanych na całym świecie przez fundusze hedgingowe stanowią środki zainwestowane przez zarządzających konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi, z czego jedna trzecia pochodzi z funduszy emerytalnych.

2.10. Zyski zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi systematycznie przewyższają zyski tradycyjnych inwestycji giełdowych. Ogólnie sprawdzają się one z powodzeniem przy realizacji strategii „wysokie ryzyko/wysokie zyski”. Na przykład zarządzający funduszami hedgingowymi dokonują transakcji *krótkiej sprzedaży* (*ang. short selling*). Fundusz hedgingowy pożycza akcje określonej spółki. Nabywa je od brokera, który uzyskuje je za opłatą od właściciela, a następnie sprzedaje, mając nadzieję, że cena spadnie. W odpowiedniej chwili fundusz hedgingowy musi znów kupić te akcje, by zwrócić je właścicielowi. Jeśli cena spadła, fundusz osiągnie zysk, lecz jego wysokość ograniczona jest do 100 % zainwestowanej sumy. Potencjalne straty w wypadku wzrostu ceny są nieograniczone. Transakcje *krótkiej sprzedaży* łączą się z ogromnym ryzykiem.

2.11. Fundusze hedgingowe otwierają również pozycje w transakcjach fuzji i przejęć, najczęściej nabywając akcje danej spółki i sprzedając akcje kupującego. Jako że istnieje ryzyko zablokowania transakcji, fundusze hedgingowe mogą przekształcić się w inwestora aktywnego, by zminimalizować to zagrożenie. Oprócz interwencji w zakresie fuzji i przejęć, fundusze hedgingowe mogą też otwierać pozycje w spółkach z zamiarem spowodowania transakcji. Tego typu działania są bardzo ryzykowne.

2.12. Kiedy spółki napotykają trudności, zarządzający konwencjonalnymi funduszami instytucjonalnymi zwykle sprzedają ich akcje. Zagrożonymi papierami szczególnie zainteresowane są alternatywne fundusze inwestycyjne, gdyż ulegają one zazwyczaj

znacznej przecenie. Daje to wówczas AFI silną pozycję przetargową podczas późniejszych negocjacji. Fundusz często zawiązką odzyskuje zainwestowane środki, gdy dojdzie do likwidacji firmy. W przypadku reorganizacji fundusz może umorzyć spółce jej dług w zamian za udział w kapitale, co może przynieść zyski, jeśli następnie wzrosną notowania akcji tej spółki. Reorganizacja jest dobrym rozwiązaniem dla podmiotów związanych z daną spółką, ponieważ umożliwia kontynuowanie działalności. Inwestowanie w *zagrożone długi* jest ewidentnie ryzykowne. Fundusze mogą osiągnąć zyski, ponieważ są gotowe zaangażować się w momencie, kiedy wszyscy inni się wycofują.

2.13. *Wykup lewarowany* to transakcja private equity o wysokim ryzyku. Fundusz inwestycyjny przejmuje spółkę, lecz sam nie zapewnia przeważającej części niezbędnego kapitału. Transakcja zazwyczaj jest finansowana przy pomocy długu bankowego i obligacji śmieciowych, aktywa spółki docelowej wykorzystywane są jako zabezpieczenie, wszystko to opiera się na założeniu, że przepływy gotówkowe spółki docelowej pokryją odsetki i kapitał. W sytuacji obecnego kryzysu wiele z tych transakcji okazało się wadliwymi.

2.14. W tej części dokumentu nakreślono rację bytu alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Choć w kolejnych punktach opisano typowe działania podejmowane przez zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz państwowe fundusze majątkowe, to same fundusze niekoniecznie trzymają się poszczególnych kategorii. Fundusze private equity mogą działać w obszarze funduszy hedgingowych i vice versa. Państwowe fundusze majątkowe inwestują w obie dziedziny.

3. Fundusze private equity

3.1. Fundusze private equity są to konsorcja kapitału będącego własnością prywatną utworzone w celu dokonywania inwestycji w prywatne spółki. Zazwyczaj mają strukturę spółek komandytowych. Inwestycje funduszy private equity skupiają się na kapitale wysokiego ryzyka, refinansowaniu, zagrożonych papierach wartościowych (*distressed securities*) i wykupach. Cykl życia funduszy private equity wynosi od 7 do 10 lat. Celem jest wyjście z zyskiem przed zamknięciem funduszu. Okres typowej inwestycji wynosi 3–5 lat, lecz może sięgać dziesięciu lat. Refinansowanie pozwala na zamknięcie funduszu przed terminem zapadalności wszystkich jego inwestycji.

3.2. Jako że fundusze private equity skupiają się na dostarczeniu kapitału załączkowego i kapitału wysokiego ryzyka (*venture capital*) oraz nabywaniu zagrożonych papierów wartościowych, a także finansowaniu wykupów, są one ważnym podmiotem przemian w przemyśle. EKES pozytywnie ocenił rolę kapitału wysokiego ryzyka w swojej niedawnej opinii⁽⁵⁾. Wyraźny wzrost gromadzenia środków w funduszach private equity w latach 2004–2007 miał również znaczący wpływ na przemiany w europejskim przemyśle, w szczególności w związku z dostarczaniem kapitału dla wykupów lewarowanych, finansowania fuzji i przejęć oraz zakupu zagrożonych papierów wartościowych.

(5) Dz.U. C 100, 30.4.2009, s. 15 Opinia EKES-u w sprawie komunikatu Komisji „Usuwanie przeszkód w transgranicznych inwestycjach funduszy venture capital” COM(2007) 853 wersja ostateczna.

3.3. Wykupy są głównym obszarem działalności funduszy private equity. Istnieje wiele problemów metodologicznych związanych z oceną wpływu wykupów realizowanych przez private equity na zmiany w przemyśle. Jak wskazali eksperci WMP, występuje tu kwestia hipotez przeciwnych. Co by się stało z danym przedsiębiorstwem bez zaangażowania funduszu private equity? Jeżeli dostępne są dane na temat wyników przedsiębiorstwa, według jakich kryteriów należy je mierzyć? Jak uwzględnić fakt, że przedsiębiorstwa przejęte przez fundusze private equity nie są przypadkowe?

3.4. Zwyczajowo porównuje się wpływ wykupu przez fundusz private equity z grupą podobnych przedsiębiorstw, które nie zostały wykupione. Jednakże uzasadnione byłoby porównanie z grupą podobnych spółek, które zostały przejęte przez inne przedsiębiorstwa. Byłoby zaskakujące, gdyby przejęcie spółki przez inne przedsiębiorstwo prowadziło do mniej radykalnych zmian niż wykup przez fundusz private equity, jako że celem przejmowania spółek jest zawsze zwiększenie zysków nabywcy. Podobnie, można spodziewać się także radykalnych zmian w przedsiębiorstwie w ramach konwencjonalnej restrukturyzacji po wprowadzeniu nowego kierownictwa.

3.5. Lata 2005-2007 były okresem wykupów lewarowanych na wielką skalę. Banki udzielały pożyczek na bardzo liberalnych warunkach. Historycznie rzecz biorąc, udział długu w wykupie lewarowanym wynosi między 60 a 90 %. Ta dźwignia była stosowana raczej wobec bilansów spółek portfelowych private equity niż wobec samych funduszy private equity. Dlatego też dźwignia jest szeroko rozłożona i sama w sobie nie stanowi ryzyka systemowego. Jednakże IOSCO stwierdziła prawdopodobieństwo porażki wielu wysoko lewarowanych spółek portfelowych private equity, co wpłynie na kredytodawców, nabywców długu oraz partnerów private equity, takich jak fundusze emerytalne. Z punktu widzenia przemian w przemyśle najbardziej zagrożone są zainteresowane strony w samych przedsiębiorstwach, których to dotyczy. W miarę możliwości reorganizacja i restrukturyzacja tych przedsiębiorstw powinna być prowadzona za zgodą zainteresowanych stron.

3.6. WMP dokonało analizy materiałów dotyczących pięciu aspektów wpływu funduszy private equity na przemiany w przemyśle na szczeblu przedsiębiorstw. Nie udało się dojść do ostatecznych wniosków ze względu na problemy metodologiczne i inne ograniczenia analizy.

3.7. Jeżeli chodzi o wyniki przedsiębiorstwa, zyski i tworzenie wartości, rezultat jest wyraźnie pozytywny. Jednakże główny wniosek dotyczący wyników sondażu na temat wpływu private equity na średnią wartość dodaną dla przedsiębiorstw docelowych jest taki, że wyniki nie wyjaśniają, w jakim stopniu obserwowane tworzenie wartości jest skutkiem procesów rzeczywistego tworzenia, a nie „przypisywania” wartości.

3.8. Co do zatrudnienia, wpływ jego poziomu w przedsiębiorstwach docelowych jest najbardziej kontrowersyjną

kwestią w obecnej debacie na temat funduszy private equity. Istnieje wiele sprzecznych analiz zarówno z perspektywy sektora private equity, jak i perspektywy związków zawodowych. Badanie przeprowadzone przez Uniwersytet Harvarda dla Światowego Forum Ekonomicznego, cytowane przez WMP, wykazało, że w ramach inwestycji private equity nastąpiła większa utrata miejsc pracy niż w grupie kontrolnej. Jednak jako że fundusze private equity często przejmują słabsze przedsiębiorstwa, w których stan zatrudnienia prawdopodobnie nie był możliwy do utrzymania, restrukturyzacja i zwolnienia i tak mogły być konieczne.

3.9. Badanie Uniwersytetu Harvarda wykazało również, że przedsiębiorstwa kontrolowane przez fundusze private equity były podatne na „twórczą destrukcję”, przy czym liczba przejęć, sprzedaży, nowych zakładów i likwidacji była dwukrotnie wyższa niż w innych przedsiębiorstwach. W ciągu dwóch lat po przejęciu przez fundusz private equity 24 % pracowników odczuło wpływ tych działań. Nie jest to zaskakujące, w przypadkach gdzie nastąpiła restrukturyzacja i reorganizacja.

3.10. Jeżeli chodzi o zmiany płac i warunków zatrudnienia, wpływ private equity jest znów wysoce kontrowersyjny. Istnieją dowody na poparcie przeciwstawnych tez, lecz WMP nie doszło do ostatecznego wniosku ze względu na brak systematycznego gromadzenia danych.

3.11. Jeżeli chodzi o dialog społeczny, informacje i konsultacje na poziomie przedsiębiorstw, nie przeprowadzono prawie żadnych znaczących badań. Wyniki badań empirycznych dowodzą, że w niektórych przypadkach istniejące ustalenia i stosunki ze związkami zawodowymi są przestrzegane, a w innych nie. Głównym problemem jest to, że odpowiednie dyrektywy UE dotyczące spraw społecznych nie zawsze mają zastosowanie do przejęć dokonywanych przez fundusze private equity.

3.12. Uniwersytet Harvarda przygotował również opracowanie na temat praktyk kierowniczych, kultury korporacyjnej i zarządzania. Z analizy tej eksperci firmy konsultingowej WMP wyciągają wniosek, że główny wpływ PE polega na najważniejszym monitorowaniu wyników oraz zwalnianiu pracowników i likwidacji zakładów, które nie osiągają założonych kryteriów efektywności. WMP przytacza również stwierdzenie Europejskiego Instytutu Związków Zawodowych, że fundusze private equity – ze swoją wąską koncentracją na osiągnięciu celów operacyjnych – nie mają ani ideologicznego, ani sentymentalnego podejścia do takich kwestii, jak negocjacje zbiorowe czy partycypacja pracowników.

3.13. Poniżej przedstawiono analizę SWOT funduszy private equity z komentarzami sprawozdawcy:

| | Mocne strony | Słabe strony |
|-----------------------|--|--|
| Wymiar mikro | <ul style="list-style-type: none"> — Kapitał zaangażowany, <i>ogólnie kapitał wysokiego ryzyka</i> — Umiejętności/wiedza systemowa — Struktura zarządzania — Zasoby finansowe dla fuzji i przejęć oraz strategii wzrostu | <ul style="list-style-type: none"> — Często nadmierne oczekiwania co do zysku, <i>lecz współmierne do ryzyka</i> — Koszty finansowe / efekty zewnętrzne <i>Dla wykupów lewarowanych</i> — Jedynie perspektywa średnioterminowa — Silne ukierunkowanie na finanse / akcjonariuszy — Często strategia o wysokim ryzyku <i>Jest to działalność, w której korzyści są powiązane z ryzykiem</i> |
| Szerszy wymiar | <p style="text-align: center;">Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> — Tworzenie wartości — Wzrost konkurencyjności — Wzrost i tworzenie miejsc pracy — Wzrost zdolności dostosowawczych | <p style="text-align: center;">Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> — Strategia lewarowania – dla wykupów lewarowanych na dużą skalę — Przekształcenia finansowe – <i>jak wyżej</i> — Ryzyko dla stabilnego rozwoju – <i>jak wyżej</i> — Zatrudnienie i warunki pracy <i>należy pamiętać o hipotezach przeciwnych</i> — Brak perspektywy długoterminowej — Bankructwo – dla wykupów lewarowanych na dużą skalę |

4. Fundusze hedgingowe

4.1. Fundusze hedgingowe są spółkami komandytowymi. Strategia portfela inwestycyjnego spoczywa w rękach zarządzającego, inne zadania są delegowane osobie *prime brokera* (PB) i administratora. Wiele funduszy jest zarejestrowanych w tzw. rajach podatkowych, np. na Kajmanach, aby uniknąć płacenia podatków od rosnącej wartości funduszu. Natomiast inwestorzy płacą podatki od zysku w swoim kraju. Zarządzający funduszami, mający siedzibę zwykle w USA lub w Londynie, płacą podatki od swych imponujących prowizji w krajach siedziby.

4.2. Artykuł w przeglądzie ekonomicznym szwedzkiego banku centralnego Sveriges Riksbank, tom 1, 2009 (ERSV) opisuje wzrost rynku funduszy hedgingowych od roku 1996, kiedy na całym świecie działały 2 tys. funduszy, zarządzając aktywami o łącznej wartości 135 mld USD, do końca 2007 r., kiedy 10 tys. funduszy obracało 2 bilionami USD.

4.3. *Prime brokerage* jest ogólnym pojęciem określającym usługi oferowane przez banki inwestycyjne i firmy handlujące papierami wartościowymi, bez których fundusze hedgingowe nie mogłyby funkcjonować. Obejmują one globalną obsługę aktywów funduszy, pożyczanie papierów wartościowych na krótką sprzedaż, finansowanie dla zapewnienia dźwigni oraz usługi technologiczne. Mając na uwadze zasadniczą rolę PB dla rynku funduszy hedgingowych, wielu analityków uważa, że lepszym źródłem danych dla celów nadzorowania ryzyka systemowego byłaby właśnie ograniczona liczba PB, a nie każdy pojedynczy fundusz hedgingowy.

4.4. Około 20 podmiotów *prime broker* obsługuje 90 % światowego rynku funduszy hedgingowych. W Londynie zarejestrowanych jest 30–40 % PB działających na skalę globalną. Spośród funduszy hedgingowych 60 % ma siedzibę w USA, 20 % w Londynie, a pozostałe 20 % w innych miejscach na świecie. Londyn jest siedzibą dla 80–90 % funduszy hedgingowych z UE. Zarządzający AFI z siedzibą w Londynie podlegają regulacjom brytyjskiego Urzędu Regulacji Rynków Finansowych (*Financial Services Authority, FSA*).

4.5. Fundusze hedgingowe oferują całkowity zwrot inwestycji o stosunkowo niskiej zmienności, w znacznym stopniu niezależny od tego, czy wartość danego rynku inwestycyjnego akurat wzrasta czy maleje. Udaje im się to dzięki transakcjom zabezpieczającym, czyli realizowaniu strategii poprzez kontrakty na instrumenty pochodne i częste stosowanie dźwigni finansowej w odniesieniu do swych zysków dzięki dodatkowym środkom pożyczonym w celach inwestycyjnych.

4.6. Obejmują szeroki zakres umiejętności i strategii od najwykleszych do najbardziej ryzykownych. Stosują różne strategie, by otwierać na całym świecie pozycje w zakresie wzrostu lub spadku rynków, walut, towarów, stóp procentowych itp. Tworzą one znaczne obroty na rynkach papierów wartościowych, nie powodując przy tym bezpośredniego oddziaływania z perspektywy zmian w przemyśle. Niektóre wykorzystują najlepsze umiejętności w zakresie badań oraz doboru akcji, aby zakupić najlepsze papiery wartościowe, a następnie dokonać krótkiej sprzedaży tych mniej obiecujących. Inne z kolei posługują się systemami komputerowymi w celu obliczenia wartości godzinowej danego papieru wartościowego w stosunku do innego, a następnie dokonują krótkiej sprzedaży tego pierwszego i kupują ten drugi.

4.7. Transakcje krótkiej sprzedaży są więc integralną częścią działalności funduszy hedgingowych. Urząd Regulacji Rynków Finansowych w Wielkiej Brytanii stwierdził we wrześniu 2008 r., że transakcje krótkiej sprzedaży są „prawowitą techniką inwestycyjną w normalnych warunkach rynkowych”. Podmioty posługujące się krótką sprzedażą są podmiotami gospodarczymi. Często wskazują na niewygodną prawdę o sytuacji finansowej spółki, której akcje sprzedają – że nie są one tak cenne, jak ludzie myślą. Pod tym względem są one finansowym odpowiednikiem chłopca, który wskazał, że król jest nagi. W pewnych okolicznościach możliwe jest, że krótka sprzedaż może zwiększyć trudności, być może tylko przejściowe, przedsiębiorstw o dobrej kondycji i doprowadzić w końcu do restrukturyzacji przemysłowej. Może też przyczynić się do pogłębienia kryzysów giełdowych ze skutkami systemowymi, ze względu na fakt, że do wyceny aktywów finansowych stosuje się standardy rachunkowości opierające się na wartości rynkowej. Władze nałożyły zakaz krótkiej sprzedaży akcji banków, gdy nastąpił kryzys finansowy. Nałożenie zakazu jest opcją strategiczną dla organów regulacyjnych, gdy uznają, że warunki rynkowe nie są normalne.

4.8. Fundusze hedgingowe mogą mieć i mają znaczący wpływ na zmiany w przemyśle poprzez strategie dotyczące poszczególnych wydarzeń. Szukają one możliwości inwestycyjnych związanych ze zdarzeniami w przedsiębiorstwach. Okres inwestycji w takich sytuacjach wynosi zazwyczaj 1–3 lata. Jednym z przykładów jest arbitraż akcji spółek dokonujących fuzji. Niekiedy fundusze hedgingowe podejmują działania proaktywne i przejmują mały spekulacyjny udział, aby wywołać określone zdarzenie, tak jak to miało miejsce w przypadku ABN AMRO. Gdy inwestycja jest duża, a fundusz jest aktywny, w nieunikniony sposób doprowadzi to do przyspieszenia zmian w przemyśle. Podczas gdy istnieje wiele dowodów na to, że inwestycje funduszy hedgingowych zwiększają wartość przedsiębiorstwa docelowego, nie ma praktycznie badań nad wpływem na zatrudnienie i kwestie społeczne, lub też jest ich niewiele. Fundusze hedgingowe są największymi nabywcami zagrożonych papierów wartościowych, co stanowi jeszcze jedną szansę związaną z danym zdarzeniem.

4.9. Uratowanie funduszu LTCM w 1998 r. ze względu na to, że był on „zbyt duży, żeby upaść”, spowodowało, że fundusze hedgingowe są postrzegane jako potencjalne ryzyko systemowe, mimo że z perspektywy czasu uznano, że ocalenie przez Rezerwę Federalną było nierozważne. Od tej pory prime brokerzy byli świadomi ryzyka obecnego w ich relacjach z funduszami hedgingowymi, a w tym przypadku to upadłość banku Lehman Brothers, podlegającego przecież regulacjom, doprowadziła do krachu. Fundusze hedgingowe w żadnym razie nie korzystały z tak dużej dźwigni jak miało to miejsce w przypadku banków podlegających odpowiednim regulacjom.

4.10. Artykuł Economic Review of the Sveriges Riksbank (op. cit.) analizuje rolę, jaką odgrywają fundusze hedgingowe w kryzysie finansowym, a w szczególności pogląd, że działają w sposób skoordynowany, aby tworzyć fale. Nie znaleziono dowodów takiego zachowania podczas europejskiego kryzysu walutowego (1992), kryzysu azjatyckiego (1997) czy bańki informatycznej (2002). Jeżeli chodzi o obecny kryzys, wpłynął on na fundusze bardziej niż fundusze wpłynęły na niego.

4.11. W ramach analizy zbadano także, czy fundusze hedgingowe stanowią większe zagrożenie dla stabilności finansowej niż

inni inwestorzy. Stwierdzono, że wpływ poszczególnych funduszy na cały rynek jest ograniczony, między innymi dlatego, że aktywa funduszy hedgingowych rozkładają się między 10 tys. funduszy. Jednakże jest prawdopodobne, że fundusze odegrały rolę w rozwoju kryzysu, wraz ze wszystkimi innymi inwestorami instytucjonalnymi.

4.12. Podczas gdy wpływ funduszy hedgingowych na przemiany w przemyśle jest mniej wyraźny niż wpływ funduszy private equity, pozostaje obawa co do ich potencjalnego wpływu, m.in. ze względu na brak przejrzystości w ich strategiach, inwestycjach i kwestii siedziby. W związku z tym EKES popiera sześć ogólnych zasad wyłożonych w ostatnim raporcie IOSCO w sprawie nadzoru nad funduszami hedgingowymi (czerwiec 2009 r.), który został przygotowany jako wsparcie dla inicjatywy G-20. Zasady te są następujące:

- obowiązkowa rejestracja zarządzających/doradców funduszy hedgingowych;
- wymogi regulacyjne obejmujące standardy organizacyjne, konflikt interesów, jawność i regulację ostrożnościową;
- obowiązkowa rejestracja, regulacja i kontrola prime brokerów;
- dostarczanie odpowiednich informacji do celów ryzyka systemowego przez fundusze hedgingowe/prime brokerów;
- wytyczne organów regulacyjnych w zakresie sprawdzonych rozwiązań;
- współpraca międzynarodowa między organami regulacyjnymi.

Zaletą porozumień międzynarodowych jest to, że zniechęcają one do arbitrażu regulacyjnego.

4.13. Poniżej przedstawiono analizę SWOT konsultantów Wilke Maack und Partner dla HF (kursywą zaznaczono uwagi sprawozdawcy):

| | Mocne strony | Słabe strony |
|-----------------------|---|--|
| Wymiar mikro | <ul style="list-style-type: none"> — Wzrost wartości notowanych spółek — Ukierunkowanie na efektywne rynki — Inwestor ostatniej szansy — Zakup aktywów ryzykownych / zagrożonych papierów wartościowych | <ul style="list-style-type: none"> — Perspektywa krótkoterminowa <i>nie mają one roli długoterminowej</i> — „Mentalność stadna” / zachowania „stadne” <i>nie udowodniono, nie znaleziono</i> — Przejrzystość ryzyka — Efekty zewnętrzne |
| | Szanse | Zagrożenia |
| Szerszy wymiar | <ul style="list-style-type: none"> — Płynność na rynkach finansowych — Przewycięzanie niedoskonałości rynku (w przypadku aktywnych inwestorów) — Innowacje finansowe | <ul style="list-style-type: none"> — Dźwignia finansowa/ryzyko systemowe <i>nie udowodniono</i> — Manipulacja rynkami — <i>Absolutnie nie</i> — Wyczerpanie rezerw finansowych <i>Jest to raczej problem funduszy private equity</i> — Skupienie na inżynierii finansowej — Strategia wysokiego ryzyka – <i>przynosi wysokie zyski</i> |

5. Państwowe fundusze majątkowe (PFM)

5.1. Państwowe fundusze majątkowe nie należą do alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Jest to kapitał państwowy, inwestowany w portfel aktywów finansowych. Jego nadrzędną rolą jest stabilizowanie gospodarki kraju poprzez dywersyfikację oraz generowanie bogactwa dla przyszłych pokoleń. Obecnie istnieje 20 głównych funduszy, których ogólny majątek szacuje się na 3 biliony USD. PFM są generalnie finansowane albo z przychodów ze sprzedaży surowców, takich jak ropa i gaz na Bliskim Wschodzie, albo z nadwyżek bilansu handlowego, jak np. w Chinach. Z makroekonomicznej perspektywy gospodarki światowej PFM spełniają podwójną rolę: przekazują środki na powrót do gospodarek OECD, korygując tym samym międzynarodowe nierówności, oraz trzymają nadwyżki poza rynkiem krajowym, dzięki czemu zmniejszają ryzyko inflacji.

5.2. Według konsultantów Wilke Maack und Partner do najważniejszych PFM należą:

| Kraj | Fundusz | Aktywa w mld USD |
|------------------|--------------------------------|------------------|
| Abu Zabi | Abu Dhabi Investment Authority | 627 |
| Arabia Saudyjska | SAMA Foreign Holdings | 431 |
| Chiny | SAFE Investment Company | 347 |
| Norwegia | Gov't Pension Fund Global | 326 |
| Singapur | Gov't Investment Corporation | 248 |
| Rosja | National Welfare Fund | 220 |
| Kuwejt | Kuwait Investment Authority | 203 |

5.3. Ich inwestycje są długofalowe i w większości wypadków odbywają się bez wykorzystania środków obcych. Są one z reguły bardziej skłonne do ryzyka i oczekują wyższych zwrotów niż tradycyjne rezerwy państwowe zarządzane przez władze monetarne. Są to zazwyczaj inwestorzy pasywni, lecz mogą być wpływowi. Na przykład inwestycje dokonywane przez Norway Pension Fund (Norweski Fundusz Emerytalny) są poddawane przeglądowi etycznemu zgodnie z zasadami odpowiedzialnego inwestowania.

5.4. Popularność PFM jest przejawem większych zmian w strukturze finansów międzynarodowych. Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazują, że całkowity majątek PFM sięgnie 6–10 bilionów USD w ciągu następnych 5 lat. Podczas kryzysu PFM poczyniły szereg poważnych inwestycji w instytucje przeżywające problemy finansowe. Pojawienie się tych funduszy ma kluczowe znaczenie dla inwestycji w skali międzynarodowej, a kiedy tylko rozwiązane zostaną kwestie regulacyjne, odegrają one istotną rolę w kształtowaniu gospodarki światowej.

5.5. Wiele państw członkowskich OECD podkreślało wagę monitorowania i ewentualnego uregulowania PFM. Istnieje obawa, że fundusze te stanowią zagrożenie dla bezpieczeństwa narodowego. Kontrowersję tę podsyca jeszcze brak przejrzystości. W rezultacie powoduje to nasilenie tendencji protekcyjnych i nacjonalizmu gospodarczego w krajach będących odbiorcami inwestycji. Kolejnym niepokojącym zjawiskiem jest brak jakiegokolwiek nadzoru i sprawozdawczości, co może prowadzić do zniekształcania lub destabilizacji rynków finansowych przez PFM. Niepokój ten można by złagodzić poprzez ujawnianie informacji dotyczących zarządzania. Większość obaw udałoby się zmniejszyć poprzez stworzenie przejrzystej, wiarygodnej i niezawodnej metody ujawniania informacji.

5.6. Nie istnieją żadne konkretne dowody na to, że państwowe fundusze majątkowe dokonują inwestycji z powodów politycznych czy strategicznych.

Działania strategiczne niektórych krajów rozwijających się są raczej podejmowane przez przedsiębiorstwa państwowe, nie zaś PFM. Dobrym przykładem są przejęcia dokonywane przez Gazprom, jak też nieudane próby Chinalco dotyczące nabycia udziałów w Rio Tinto. Chiny podejmują próby związania światowych zasobów energetycznych poprzez oferowanie rządów kredytów z dwóch kierowanych przez państwo banków: China Development Bank oraz Export-Import Bank of China.

5.7. Od 2008 r. rozwijana jest dwutorowa międzynarodowa inicjatywa na rzecz normalizacji stosunków między funduszami a krajami OECD. OECD opracowało wytyczne dla krajów będących odbiorcami, a MFW przygotował wraz z Międzynarodową Grupą Roboczą zasady z Santiago, które dotyczą:

- ram prawnych i celów funduszu;
- ram instytucjonalnych i struktury zarządzania;
- ram inwestycyjnych i zarządzania ryzykiem.

5.8. Aby PFM mogły w pełni wykorzystać swój potencjał inwestowania w gospodarkach krajów OECD, powinny zwiększyć swą przejrzystość i jawność, zwłaszcza jeśli chodzi o zarządzanie oraz cele strategiczne i inwestycyjne. Muszą one jasno opowiedzieć się za gospodarką rynkową, co umożliwi im swobodę inwestowania. Także ich rządy powinny być gotowe zaakceptować inwestycje zwrotne z krajów OECD.

5.9. Na posiedzeniu Międzynarodowej Grupy Roboczej, które odbyło się w kwietniu 2009 r. w Kuwejcie, PFM powołały stałe forum przedstawicielskie mające prowadzić prace grupy. O ile ustalenie zasad jest ważnym krokiem naprzód, to wciąż konieczne są dalsze wysiłki na rzecz:

- stosunków z krajami-odbiorcami;
- wymogów w zakresie ujawniania i standardów;
- standardów zgodności, wskaźników i sankcji.

Bez tych postępów w dziedzinie przejrzystości, PFM mogłyby stać się czynnikiem destabilizującym równowagę makroekonomiczną.

5.10. Na poziomie przedsiębiorstw PFM nie wpływają bezpośrednio na przemiany przemysłowe, choć pośrednio są one istotnymi inwestorami w ramach AFI. Jednocześnie – wraz ze wzrostem ich znaczenia ekonomicznego – stają się one ważnymi udziałowcami wiodących spółek. W związku z tym EKES ma nadzieję, iż PFM pójną w ślady norweskiego funduszu i także zostaną sygnatariuszami zasad odpowiedzialnego inwestowania.

5.11. Poniżej przedstawiono analizę SWOT konsultantów Wilke Maack und Partner dla SWF (kursywą zaznaczono uwagi sprawozdawcy):

| | | |
|-----------------------------------|---|---|
| Wymiar mikro | Mocne strony | Słabe strony |
| | — Perspektywa długoterminowa | — Brak niezależności krajowych podmiotów |
| | — Inwestor ostatniej szansy | — Brak przejrzystości |
| | — Zwiększenie środków finansowych | — <i>Obie kwestie należy przedyskutować w oparciu o zasady z Santiago</i> |
| — Wzmocnienie powiązań z rynkami | | |
| Szerszy wymiar | Możliwości | Zagrożenia |
| | — Ukierunkowanie na zainteresowane podmioty | — Nacisk na cele polityczne – niejasne zamiary w dłuższej perspektywie |
| | — Stabilne zarządzanie finansami | — Koncentracja majątku bez demokratycznej kontroli |
| | — Wejście na nowe rynki | — Częściowo uwzględnione w ramach zasad z Santiago |
| — <i>Potencjalny wpływ na AFI</i> | | |

Bruksela, 5 listopada 2009 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Mario SEPI
