

Mnenje Evropskega ekonomsko-socialnega odbora o vplivu zasebnega lastniškega kapitala, hedge skladov in državnih naložbenih skladov na spremembe v evropski industriji

(mnenje na lastno pobudo)

(2010/C 128/10)

Poročevalec: **g. MORGAN**

Soporočevalec: **g. POP**

Evropski ekonomsko-socialni odbor je 26. februarja 2009 sklenil, da v skladu s členom 29(2) poslovnika pripravi mnenje na lastno pobudo o naslednji temi:

Vpliv zasebnega lastniškega kapitala, hedge skladov in državnih naložbenih skladov na spremembe v evropski industriji.

Posvetovalna komisija za spremembe v industriji, zadolžena za pripravo dela Odbora na tem področju, je mnenje sprejela 10. septembra 2009.

Evropski ekonomsko-socialni odbor je mnenje sprejel na 457. plenarnem zasedanju 4. in 5. novembra 2009 (seja z dne 5. novembra) s 167 glasovi za, 1 glasom proti in 3 vzdržanimi glasovi.

1. Sklepi in priporočila

1.1 Namen tega mnenja je preučiti učinek državnih naložbenih skladov in alternativnih naložbenih skladov, ki zajemajo sklade zasebnega lastniškega kapitala (*Private Equity Funds* – PE) in hedge sklade (*Hedge Funds* – HF), na industrijske spremembe. EESO je v ta namen najel svetovalno podjetje *Wilke Maack und Partner* (WMP), ki je pripravilo 87-stransko poročilo. Za podrobno analizo vprašanj naj se bralci seznanijo z navedenim poročilom. Zelo drugačen pogled na alternativne naložbene sklade in državne naložbene sklade je mogoče najti v poročilu *The New Power Brokers* (Novi vplivni posredniki) na spletni strani *McKinsey Global Institute*.

1.2 Skladi, obravnavani v tem mnenju, vplivajo na spremembe v industriji na različne načine. Državni naložbeni skladi so konvencionalni investitorji, ki kupujejo in prodajajo na trgu. Hedge skladi kupujejo in prodajajo delnice predvsem kot trgovci, čeprav so nekateri skladi tudi aktivni udeleženci. Strategija skladov zasebnega lastniškega kapitala temelji na neposredni udeležbi. Teh treh načinov nalaganja sredstev ni mogoče obravnavati posplošeno, saj se precej razlikujejo. Analiza SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats* – prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti), ki so jo opravili svetovalci WMP za vsako vrsto sklada, je objavljena na koncu 3., 4. in 5. poglavja.

1.3 Izkušnje in študija zelo jasno kažejo očiten skupni vidik: vse družbene posledice, vključno s spremembami v industriji, bi bile močno spodbujene z boljšim obveščanjem in razširjanjem informacij ter predvsem z večjo preglednostjo. EESO odločno podpira izboljšanje teh treh vidikov v vseh primerih.

1.4 Pri zasebnem lastniškem kapitalu obstajajo trije pomembni vidiki. Ta kapital ima pozitiven vpliv pri vlaganjih tveganega kapitala, pri financiranju prestrukturiranj in reorganizacij ter rasti družinskih podjetij. Na drugi strani pa agresivni finančni inženiring, ki ga je bilo opaziti nedolgo tega v povezavi z večjimi odkupi z zadolžitvijo (*leveraged buy-outs*, LBO), lahko privede do propada – ali skoraj do propada – številnih podjetij s potencialno usodnimi posledicami za vse udeležence, vključno z zaposlenimi. Obstaja tudi pomembna socialna razsežnost, ki vključuje tako izboljšanje kot poslabšanje stopenj zaposlenosti, ravni dohodkov in socialnih pravic. Zaradi težav s podatki svetovalci WMP svetujejo, da moramo biti skrajno previdni glede sklepanja, da se podjetja, financirana z zasebnim lastniškim kapitalom, v okviru splošnega pospeševanja sprememb v industriji in prestrukturiranja v zadnjih dveh desetletjih obravnavajo slabše ali da so bolj izkoriščana. Obstajajo številni primeri poslabšanja delovnih razmer in delovnih odnosov po vsej Evropi, pri katerih pa ti skladi nimajo nobene vloge.

1.5 Dejavnosti hedge skladov na splošno ne vplivajo na spremembe v industriji, vendar obstajajo pomembne izjeme. Hedge skladi so veliki kupci dolgov problematičnih dolžnikov. Kot taki so kupci za izhod v sili in imajo lahko pomembno vlogo pri reševanju in reorganizaciji problematičnih podjetij. Vpleteni so tudi na obeh straneh ob združitvah in prevzemih. To ustvarja vrednost, vendar učinek na spremembe v industriji ni vedno pozitiven. Kratkoročna usmerjenost velja za možen negativen vidik. Med drugimi pomisleki, ki jih vzbujajo ti skladi, so pomanjkanje preglednosti in možno sistemsko tveganje, ki ga zadolžitev dodatno poveča.

1.6 Pri državnih naložbenih skladih kaže omeniti dva pomembna vidika. Med pozitivnimi je njihov vzorec dolgoročnega delniškega lastništva in njihova pripravljenost, da so kupci za izhod v sili. Med negativnimi so pomanjkanje preglednosti in možnost, da svoje deleže uporabijo za strateške politične namene.

1.7 Internacionalizacija trgov kapitala je zelo pomembna. Investicijske družbe zbirajo portfelje vrednostnih papirjev iz vsega sveta ter spodbujajo mednarodne združitve in prevzeme. Pritiskajo na družbe in regulatorje, naj glasovalne pravice prenesejo z uprav na delničarje. Vseprisotnost združitvev in prevzemov ter grožnja okrepljenega delničarskega delovanja (*shareholder activism*) silita uprave podjetij v EU v uvajanje obsežnih sprememb v industriji. To do neke mere slabi odnose med upravami in udeleženi stranmi ter na splošno oži „časovno perspektivo“ uprav. To je hkrati kontekst, v katerem delujejo alternativni naložbeni skladi in državni naložbeni skladi.

1.8 Konvencionalni institucionalni investitorji – tisti, ki upravljajo pokojninske, zavarovalne in vzajemne sklade – so stalno povezani z upravljavci alternativnih naložbenih skladov. So glavni vlagatelji v alternativne naložbene sklade, prodajajo svoje naložbe zasebnim lastniškim skladom za prevzeme podjetij s pomočjo sposojenega kapitala, kupujejo portfeljska podjetja, ko se skladi zasebnega lastniškega kapitala umaknejo, njihove naložbe v podjetja so v igri, ko „aktivistični“ hedge skladi posežejo v združitev in prevzeme, in so delničarji, ki posojajo delnice hedge skladom, da jih slednji lahko prodajajo „na kratko“ (*short selling*). V končni fazi stojijo za vsemi ukrepi s področja okolja, sociale in upravljanja, ki jih izvajajo alternativni naložbeni skladi. Konvencionalni institucionalni investitorji so „podaljšana roka“ upravljavcev alternativnih skladov.

1.9 Po preučitvi poročila WMP in drugih stališč, vključenih v to mnenje, se priporočila EESO uvrščajo v tri kategorije: pravna ureditev in preglednost, spremembe obstoječe socialne zakonodaje in odgovornost upravljavcev konvencionalnih institucionalnih skladov.

1.10 Pravna ureditev za upravljavce alternativnih naložbenih skladov je predmet predlagane direktive EU, o kateri bo EESO pripravil ločeno mnenje. Iz zornega kota EESO je pomembno omeniti, da alternativni naložbeni skladi niso povzročili krize, temveč da jih je kriza močno prizadela. Obstaja še veliko negotovosti v zvezi z vlogo teh skladov in gotovo je treba zahtevati več preglednosti s primerno pravno ureditvijo.

1.11 EESO podpira šest načel na visoki ravni za ureditev hedge skladov, ki jih je predlagala Mednarodna organizacija komisij za varnost vrednostnih papirjev (IOSCO) junija 2009. Ta načela so podrobneje navedena v točki 4. EESO priporoča Komisiji, naj se ravna po teh načelih in naj jih uveljavi z ureditvijo za upravljavce alternativnih naložbenih skladov. Čeprav je komisija IOSCO zaključila analizo tveganj, ki jih za finančni sistem pomenijo skladi

zasebnega lastniškega kapitala, niso bili pripravljene še nobeni zakonodajni predlogi. EESO priporoča Komisiji, naj sprejme načela IOSCO glede hedge skladov tako, da bodo ustrezali značilnostim skladov zasebnega lastniškega kapitala.

1.12 Kot je opisano v točki 5, so načela iz Santiaga, o katerih so se dogovorili državni naložbeni skladi, podlaga za boljšo preglednost in upravljanje teh skladov. Vendar pa je treba storiti še veliko več. EESO poziva Komisijo, naj še naprej vztraja, da Mednarodna delovna skupina za državne naložbene sklade nadaljuje s potrebnim razvojem.

1.13 V nekaterih pravnih sistemih hedge skladi in skladi zasebnega lastniškega kapitala, ki imajo v lasti in nadzorujejo družbe, niso obravnavani kot delodajalci ter so zato oproščeni zakonskih obveznosti, ki veljajo za delodajalce. Evropska direktiva o ohranjanju pravic delavcev v primerih prenosov podjetij se običajno ne uporablja v primerih, ko podjetje prevzame alternativni naložbeni sklad, in sicer zato, ker se ti skladi omejujejo zgolj na nakup deležev, tako da se identiteta delodajalca ne spremeni. EESO priporoča, da se Direktiva 2001/23/ES o ohranjanju pravic ⁽¹⁾ v primerih prevzemov s strani hedge skladov in skladov zasebnega lastniškega kapitala okrepi, da se tako

- zavarujejo pravice delavcev, vključno s pravico do obveščeniosti in posvetovanja,
- zagotovi, da odsvojitve podjetij s prodajo delnic niso izključene iz direktive, in
- zagotovi, da ti ukrepi spoštujejo nacionalno in evropsko zakonodajo.

1.14 Da bi se odrazilo stanje, ki so ga ustvarili hedge skladi in skladi zasebnega lastniškega kapitala, EESO predlaga, da se Direktiva Sveta 94/45/ES ⁽²⁾ o ustanovitvi Evropskega sveta delavcev in Direktiva 2002/14/ES ⁽³⁾ o določitvi splošnega okvira za obveščanje in posvetovanje z delavci spremenita tako, da se ob upoštevanju stališč vseh strani zagotovijo učinkovitejše pravice do posvetovanja pred sklenitvijo poslov s skladi zasebnega lastniškega kapitala, v katerem koli procesu prestrukturiranja in pred njihovim umikom.

1.15 Vse več pokojninskih skladov in zavarovalnic ima deleže v hedge skladih in skladih zasebnega lastniškega kapitala, tako da bi njihov neuspeh lahko negativno vplival na pravice članov pokojninskih sistemov. EESO poziva Komisijo, naj pregleda Direktivo 2003/41/ES ⁽⁴⁾ glede dejavnosti in nadzora institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, da zagotovi, da

- so zaposleni in predstavniki sindikata zaproseni za mnenje o pokojninskih naložbah in s tem povezanih tveganjih, kot tudi, da se njihova stališča spoštujejo, ter da

⁽¹⁾ UL L 82, 22.3.2001, str. 16.

⁽²⁾ UL L 10, 16.1.1998, str. 22.

⁽³⁾ UL L 80, 23.3.2002, str. 29.

⁽⁴⁾ UL L 235, 23.9.2003, str. 10.

— države članice uporabljajo najboljše prakse, da zagotovijo, da so pokojnine, ki so jih pridobili zaposleni in jih izplačujejo podjetja, zaščitene pred stečajem.

1.16 EESO poziva Komisijo, naj v naslednji direktivi določi jasne in nedvoumne predpise, ki bodo zagotavljali pregledno uporabo skladov, zlasti z neposredno udeležbo predstavnikov zaposlenih in podjetij.

1.17 EESO poziva konvencionalne institucionalne investitorje, naj v vseh stikih z upravljavci alternativnih naložbenih skladov spoštujejo načela za odgovorne naložbe. Ta načela, ki obravnavajo vprašanja okolja, družbe in upravljanja, so bila pripravljena na pobudo institucionalnih investitorjev v sodelovanju s pobudo za financiranje programa ZN za okolje in Svetovnim partnerstvom OZN za razvoj. EESO priporoča, naj državni naložbeni skladi sledijo Norveškemu pokojninskemu skladu in se tudi sami zavežejo, da bodo spoštovali načela za odgovorne naložbe.

1.18 Poleg tega EESO podpira načela za „odgovorne naložbe v skladih zasebnega lastniškega kapitala“, ki jih je objavil odbor OZN za načela za odgovorne naložbe. Načela so namenjena v pomoč upravljavcem konvencionalnih naložbenih skladov, ki imajo delež v zasebnih naložbenih skladih, da prenesejo svojo odgovornost glede vprašanj okolja, družbe in upravljanja do portfeljskih družb, v katere vlagajo. EESO bi podprl pripravo podobnih načel za hedge sklade.

2. Lastniki, upravljavci in vlagatelji

2.1 Večina podjetij v državah članicah EU je v zasebni lasti družin. Ko se družine dokončno odpovejo nadzoru, lahko družbo kupi druga družba (s prodajo), lahko se proda podjetju zasebnega lastniškega kapitala (odkup) ali spremeni v javno podjetje prek prve javne ponudbe na borzi. Usmerjenost podjetij v družinski lasti je na splošno dolgoročna, spremlja pa jo lastniška odgovornost za vpletene akterje, še posebej za delavce.

2.2 Nekateri podjetniki iščejo zasebni kapital, da podprejo začetno fazo razvoja podjetja. Začetni kapital so finančna sredstva, namenjena za proučevanje, presojo in razvoj začetne zasnove za izdelek ali storitev. Zagonski kapital je namenjen za razvoj izdelkov in začetno trženje. Podjetnik se mora pri zagotavljanju tega špekulativnega kapitala običajno zanesti na družino in prijatelje, vendar se za vlaganje lahko odločijo tudi „poslovni angeli“ (*business angels*) in družbe tveganega kapitala. Kapital za širitev omogoča rast podjetja. Vključitev tveganega kapitala v tej fazi ni nič nenavadnega.

2.3 Skladi zasebnega lastniškega kapitala vlagajo v zasebna podjetja prek odkupov (*buy-outs*). Ti lahko predvidevajo umik za ustanovno družino ali pa lahko vključujejo umaknitev podjetja z borze in njegovo preobrazbo v zasebno družbo. Pri *menedžerskem odkupu* (*management buy-out*) so kupci upravljavci, ki uporabijo finančno podporo zasebnega lastniškega kapitala. V zvezi s tem skladi zasebnega lastniškega kapitala financirajo tudi delavske odkupe. Nadomestni kapital vključuje nakup deležev obstoječega zasebnega podjetja, ki ga opravi drug sklad zasebnega lastniškega kapitala. Ta vrsta posla omogoča prvemu skladu, da pravočasno pridobi vrednost, ker je večina zasebnih lastniških skladov časovno omejenih.

2.4 Združitve in prevzemi so pomemben dejavnik življenja gospodarskih družb. Rastoče družbe se lotevajo prevzemov, ki jih običajno financirajo z zadolžitvijo ali lastniškim kapitalom. Podjetja so pogosto predmet prevzema zato, ker imajo dragoceno premoženje, ki ga trenutna uprava ne izkorišča na najboljši možni način.

2.5 Ko začnejo podjetja kazati prve znake neuspešnosti in težav, jih je mogoče rešiti, vendar se lahko zgodi, da so potrebni skrajni ukrepi, s pospešenim izvajanjem zakasnelih industrijskih sprememb in z vplivanjem na družbene in gospodarske interese delničarjev, zaposlenih in drugih udeleženi strani. Konča se lahko tako, da pride do reorganizacije z novo upravljavsko skupino, reševanja prek prevzema, odkupa, ki ga izvede sklad zasebnega lastniškega kapitala, ali pa celo z reorganizacijo v primeru nesolventnosti.

2.6 Večina kapitalskih naložb ima obliko javnega kapitala (*public equity*) – delnic družb, ki kotirajo na borznih trgih. Internacionalizacija kapitalskih trgov je zelo pomembna. Javni vlagatelji vplivajo na spremembe v industriji prek borze, kjer kupujejo delnice, ki izpolnjujejo pričakovanja, in prodajajo delnice, ki pričakovanj ne izpolnjujejo. Delničarji konvencionalnih institucionalnih naložbenih skladov nimajo participativnega pristopa. S svojimi stališči seznanijo upravljavce in od nadzornega odbora lahko zahtevajo, naj način upravljanja spremeni, vendar v končni fazi vplivajo na spremembe v industriji s svojimi prevzemi in umiki ter s svojo podporo – ali nasprotovanjem – združitvam in prevzemom ter poslom alternativnih naložbenih skladov.

2.7 Vlaganje v lastniški kapital družb je v paleti naložbenih možnosti nekoliko tvegana možnost. Vlagatelji kupijo delnice v pričakovanju, da se bo njihova vrednost povečala. Medtem ko se povprečna vrednost portfeljev sčasoma dejansko povečuje, pa so tako trgi kot posamezne delnice nagnjeni k nihanjem navzgor in navzdol. Upravljavci konvencionalnih institucionalnih skladov trgujejo v časovnih ciklih in zunaj njih ter poskušajo doseči čim večjo vrednost svojih deležev, vendar njihova sredstva ostajajo izpostavljena muhavostim borze.

2.8 Upravljalci konvencionalnih naložbenih skladov upravljajo pokojninske, zavarovalne in vzajemne sklade. Poleg tega imajo finančno premožni posamezniki (*high net worth individuals*) precejšnja sredstva. Približno tretjina teh sredstev je vključenih v druge sklade, našteje v nadaljevanju. Vsi konvencionalni vlagatelji si prizadevajo ublažiti negativne plati izpostavljenosti borzi. V ta namen se med drugim obračajo na upravljavce alternativnih naložbenih skladov. Izjemen razmah hedge skladov je bil financiran s podporo finančno premožnih posameznikov.

2.9 Podatki, ki jih je objavila londonska organizacija *International Financial Services*, pomagajo umestiti obseg teh sredstev v kontekst. V svetovnem obsegu je bilo premoženje, ki ga upravljajo, leta 2007 ocenjeno, kot sledi (v bilijonih USD):

Pokojninski skladi	28,2	Državni naložbeni skladi	3,3
Zavarovalni skladi	19,9		
Vzajemni skladi	26,2	Hedge skladi	2,3
Finančno premožni posamezniki	40,0	Skladi zasebnega lastniškega kapitala	2,0

Relativni pomen hedge skladov in skladov zasebnega lastniškega kapitala povečujeta tako koncentracija kot učinek vzvoda. Državni naložbeni skladi imajo na splošno enake cilje kot konvencionalni institucionalni naložbeni skladi, zato tudi oni vlagajo v sklade zasebnega lastniškega kapitala in hedge sklade. Več kot polovico vsega premoženja, ki ga upravljajo hedge skladi, imajo zdaj v svetovnem merilu konvencionalni institucionalni naložbeni skladi, od česar imajo tretjino pokojninski skladi.

2.10 Donosi alternativnih naložbenih skladov stalno prekašajo donose običajnih borznih naložb. Na splošno so uspešni pri uresničevanju zelo tveganih strategij, ki lahko navrzajo visoke donose. Upravljalci hedge skladov se npr. ukvarjajo s prodajo „na kratko“ (*short selling*). Sklad si izposodi delnice ciljne družbe. Te posrednik proti plačilu pridobi od lastnika delnic. Sklad jih nato proda v pričakovanju, da bodo njihove cene padle. V primernem trenutku jih mora ponovno kupiti, da jih vrne lastniku. Če je cena delnic padla, bo sklad imel dobiček, vendar je dobiček omejen na 100 % vloženi zneskov. Če se cena zviša, ni omejitev za možne izgube. Prodaja „na kratko“ je zelo tvegana.

2.11 Hedge skladi zavzemajo položaje tudi pri poslih v zvezi z združitvami in prevzemi, običajno tako, da kupujejo delnice ciljne družbe in prodajajo delnice kupca. Ker obstaja nevarnost, da bi bil posel lahko blokiran, lahko hedge sklad postane aktiven udeleženec, da to tveganje zmanjša. Poleg posredovanja v poslih v zvezi z združitvami in prevzemi lahko hedge skladi tudi zavzemajo položaje v družbah z namenom, da sprožijo posel. To je zelo tvegano.

2.12 Ko podjetja zaidejo v težave, konvencionalni institucionalni investitorji prodajajo njihove deleže. Alternativni naložbeni skladi se še posebej zanimajo za *problematične dolgove* (*distressed debt*), ki se nagibajo k temu, da njihova vrednost močno pada. Tako se alternativni naložbeni skladi dokopljejo do potrebnega učinka vzvoda, da pridobijo prevlado v pogajanjih, ki sledijo.

Sklad lahko v primeru likvidacije pogosto dobi nazaj svoj denar in še več. V primeru sanacije lahko sklad podjetju odpusti dolg v zameno za delnice, kar je lahko donosno, če si delnice zatem opomorejo. Sanacija je za udeležene strani podjetja koristna, ker omogoča nadaljevanje poslovanja. Naložbe v problematične dolge (*investment in distressed debt*) so brez dvoma tvegane. Skladi imajo lahko od njih dobiček, ker so vanje pripravljene vlagati, ko jih vsi drugi zapuščajo.

2.13 Odkup z zadolžitvijo (*leveraged buy-out, LBO*) je za zasebni naložbeni kapital zelo tvegana posel. Naložbeni sklad prevzame podjetje, ne da bi si sam zagotovil velik del kapitala, potrebnega za posel. Transakcija je običajno financirana z bančnim dolgom in tveganimi obveznicami (*junk bonds*), premoženje ciljnega podjetja pa je uporabljeno kot zavarovanje, vse skupaj na podlagi domneve, da bo prigospodarjeni denarni tok ciljnega podjetja kril odplačevanje obresti in vračilo posojila. V sedanji krizi se je pokazalo, da imajo številni od teh poslov slabosti.

2.14 Ta razdelek je osvetlil ozadje načina delovanja alternativnih naložbenih skladov. Če so v naslednjih razdelkih obravnavane značilne dejavnosti upravljavcev alternativnih naložbenih skladov in državnih naložbenih skladov, pa to ne pomeni, da je sklade vedno mogoče uvrstiti v te kategorije. Tako lahko naložbeni skladi delujejo na področju hedge skladov in obratno. Državni naložbeni skladi vlagajo na obeh področjih.

3. Zasebni lastniški kapital (*private equity*)

3.1 Skladi zasebnega lastniškega kapitala so skupni svežnji kapitala, ki ga upravljajo zasebniki in se oblikujejo z namenom vlaganja v zasebna podjetja. Običajno so organizirani kot komanditne družbe. Težišča vlaganj skladov zasebnega kapitala so tvegani kapital, nadomestni kapital (*replacement capital*), problematični vrednostni papirji (*distressed securities*) in odkupi podjetij (*buy-outs*). Sklad zasebnega kapitala ima 7- do 10-letno življenjsko dobo. Prizadeva si, da se ob koncu svojega obstoja umakne z dobičkom. Trajanje naložbe je običajno 3 do 5 let, vendar se lahko podaljša do 10 let. Z nadomestnim financiranjem lahko sklad svojo življenjsko dobo prekine tudi, preden so vse njegove naložbe „dozorele“.

3.2 Ker je zasebni lastniški kapital močno usmerjen k zagotavljanju ustanovnega in tvegane kapitala ter k prevzemom omejenih vrednostnih papirjev in financiranju prevzemov podjetij, je pomembno gonilo sprememb v industriji. Odbor je pomen tvegane kapitala ponovno potrdil v enem svojih nedavnih mnenj⁽⁵⁾. Korenito povečanje zagotavljanja sredstev z zasebnim lastniškim kapitalom med letoma 2004 in 2007 je imelo tudi pomemben vpliv na spremembe v industriji v Evropi, predvsem z zagotavljanjem kapitala za financiranje prevzemov s sposojenim kapitalom, financiranje združitvev in prevzemov ter nakup omejenih vrednostnih papirjev.

(5) UL C 100, 30.4.2009, str. 15; mnenje EESO o sporočilu Komisije *Odprava ovir za čezmejne naložbe skladov tvegane kapitala*, COM(2007) 853 konč.

3.3 Glavno področje delovanja zasebnega lastniškega kapitala so odkupi podjetij. Pri ocenjevanju učinkov uporabe zasebnega lastniškega kapitala pri odkupih podjetij na spremembe v industriji oziroma podjetjih je veliko metodoloških težav. Svetovalno podjetje WMP je upravičeno opozorilo na „vprašanje, kaj bi se zgodilo v nasprotnem primeru“: kaj bi se s podjetjem zgodilo, če posega zasebnega lastniškega kapitala ne bi bilo? Ali obstajajo podatki o uspešnosti podjetja, in na podlagi kakšnih meril bi jo morali meriti? Kako upoštevamo dejstvo, da podjetja, ki so jih prevzeli skladi zasebnega lastniškega kapitala, še zdaleč niso nključni vzorec?

3.4 Običajno se odkup, ki ga izvede sklad zasebnega lastniškega kapitala, primerja s primerjalno skupino podjetij, ki niso bila odkupljena. Vendar bi veljavne rezultate dobili s primerjalno skupino podjetij, ki so jih prevzela druga podjetja. Presenetljivo bi bilo, če bi pri prevzemih podjetij, ki jih izvedejo podjetja, prišlo do bistveno manj korenitih sprememb kot pri odkupih, ki jih izvedejo skladi zasebnega lastniškega kapitala, saj prevzemnika pri prevzemu vedno vodi namera, da doseže višje donose. Podobno je treba pričakovati korenito spremembo v podjetju tudi pri običajni sanaciji, po prihodu nove uprave.

3.5 V obdobju od leta 2005 do 2007 so „dolžniški megaodkupi“ (*mega-LBOs*) doživljali pravi razmah. Banke so dajale posojila pod zelo razrahljanimi pogoji. Tradicionalno znaša delež sposojenega kapitala pri LBO od 60 do 90 %. Ta učinek vzvoda so bolj uporabljali za bilance portfeljskih družb zasebnega lastniškega kapitala kot za same sklade tega kapitala. Tako so sredstva, izposojena v okviru finančnega vzvoda, zelo razpršena in sama po sebi ne prinašajo sistemskega tveganja. Kljub temu je organizacija IOSCO ugotovila, da bodo številne portfeljske družbe zasebnega lastniškega kapitala z velikim deležem izposojenega kapitala verjetno propadle, kar bo imelo posledice za posojilodajalce, kupce dolžniških vrednostnih papirjev in partnerje zasebnega lastniškega kapitala, kot so pokojninski skladi. Z vidika sprememb v industriji so najbolj ogrožene udeležene strani v prizadetih podjetjih. Reorganizacijo in obnovo teh družb je treba kolikor je mogoče opraviti s soglasjem udeleženih strani.

3.6 Svetovalno podjetje WMP je proučilo gradivo, ki se nanaša na pet vidikov učinkov zasebnega lastniškega kapitala na spremembe na ravni podjetja. Zaradi metodoloških težav in drugih omejitev analize se ni dokopalo do dokončnih ugotovitev.

3.7 V zvezi z uspešnostjo podjetja, dobičkom in ustvarjanjem vrednosti je rezultat jasno pozitiven. Vendar je ena od pomembnih ugotovitev glede rezultatov analize o učinkih zasebnega lastniškega kapitala na povprečno vrednost, dodano ciljnemu podjetju, da rezultati ne pojasnjujejo, v kolikšni meri je treba ugotovljeno ustvarjeno vrednost pripisati resničnemu ustvarjanju vrednosti in ne samo „prisvojitvi vrednosti“.

3.8 Glede zaposlovanja je ena najbolj spornih tem zdajšnje razprave o zasebnem lastniškem kapitalu učinek na obseg zaposlenih v ciljnih podjetjih. Obstaja veliko nasprotujočih si študij

tako z vidika sektorja lastniškega kapitala kot sindikatov. Študija, ki jo je opravil Harvard za Svetovni gospodarski forum in na katero se sklicuje WMP, ugotavlja, da so bile naložbe zasebnega kapitala povezane z večjimi izgubami delovnih mest kot naložbe v primerjalni skupini. Ker pa skladi zasebnega lastniškega kapitala pogosto prevzemajo oslabljena podjetja, v katerih položaj v zvezi z zaposlenostjo verjetno ni bil vzdržen, bi bila prestrukturiranja in odpuščanja morda v vsakem primeru potrebna.

3.9 Harvardska študija ugotavlja tudi, da se podjetja, ki jih nadzira zasebni lastniški kapital, nagibajo k „ustvarjalni uničevalnosti“: število prevzemov, prodaj, novih podjetij in ukinjenih podjetij je bilo dvakrat tolikšno kot v drugih podjetjih. V dveh letih po prevzemu s strani zasebnega lastniškega kapitala posledice prevzema prizadenejo 24 % zaposlenih. To ni presenetljivo, če gre za prestrukturiranje in reorganizacijo.

3.10 Tudi v zvezi z razvojem plač in delovnih razmer je vpliv zasebnega lastniškega kapitala zelo sporen. Obstajajo oporne točke za obe nasprotujoči si strani, vendar se svetovalno podjetje WMP zaradi pomanjkanja sistematičnega zbiranja podatkov ni dokopalo do dokončnih ugotovitev.

3.11 Glede socialnega dialoga, obveščanja in svetovanja na ravni podjetja pomembnih raziskav skorajda ni bilo. Empirični izsledki kažejo, da se obstoječi sporazumi in odnosi s sindikati v nekaterih primerih spoštujejo, v drugih pa ne. Eden glavnih problemov je, da se ustrezna socialna direktiva EU pri prevzemih, ki jih izvaja zasebni lastniški kapital, ne uporablja vedno.

3.12 V zvezi z upravljanjem podjetij, podjetniško kulturo in upravljanjem obstaja še en prispevek s Harvarda. WMP na podlagi tega prispevka sklepa, da je glavni učinek zasebnega lastniškega kapitala boljše spremljanje učinkovitosti ter odstranitev zaposlenih in tovarn, ki ne izpolnjujejo meril uspešnosti. WMP se v tem smislu sklicuje tudi na Evropski sindikalni inštitut, da zasebni lastniški kapital s svojo ozko usmeritvijo k doseganju operativnih ciljev ni niti ideološki niti čustven pri vprašanjih, kot so kolektivna pogajanja in udeležba delavcev.

3.13 V nadaljevanju navajamo analizo SWOT o zasebnem lastniškem kapitalu z *opombami* poročevalca:

	Prednosti	Slabosti
Mikroraven	<ul style="list-style-type: none"> — Začetni kapital, <i>tvegani kapital nasploh</i> — Strokovno znanje/mrežno znanje — Struktura upravljanja — Finančna sredstva za združitve in prevzeme ter strategije za rast 	<ul style="list-style-type: none"> — Pogosto pretirana pričakovanja o dobičku, <i>vendar v sorazmerju s tveganjem</i> — Finančni stroški/zunanji dejavniki <i>za odkupe z zadolžitvijo</i> — Usmeritev samo na srednjeročnost — Močna usmeritev na finance/delničarje — Pogosto strategija visokega tveganja <i>gre za posel tveganje/donos</i>
Širša razsežnost	<ul style="list-style-type: none"> — Ustvarjanje vrednosti — Povečanje konkurenčnosti — Rast in ustvarjanje delovnih mest — Povečanje prilagodljivosti 	<ul style="list-style-type: none"> — Strategija finančnega vzvoda – <i>za megaodkupe z zadolžitvijo</i> — Finančno prestrukturiranje – <i>kot zgoraj</i> — Tveganje za stabilen razvoj – <i>kot zgoraj</i> — Razmere glede zaposlovanja in dela – <i>spomniti velja na vprašanja utemeljevanja z nasprotnimi dejstvi</i> — Ni dolgoročne usmeritve — Stečaj – <i>za megaodkupe z zadolžitvijo</i>

4. Hedge skladi

4.1 Hedge skladi so komanditne družbe. Portfelj upravlja upravljavec naložb; druge dejavnosti so poverjene glavnemu posredniku (*prime broker*) in administratorju. Veliko skladov ima sedež v finančnih središčih zunaj visoko obdavčenih območij (*offshore*), kot na primer na Kajmanskih otokih, tako da rast vrednosti sklada ni obdavčena. Vlagatelji so obdavčeni na svoje dobičke v svojih matičnih državah. Upravljavci naložb, ki imajo sedež predvsem v ZDA ali v Londonu, plačujejo davke na svoje precej visoke provizije v državah, v katerih imajo sedež.

4.2 Članek v gospodarskem poročilu *Sveriges Riksbank*, zvezek 1, 2009, opisuje rast trga hedge skladov od leta 1996, ko je približno 2 000 skladov po vsem svetu upravljal premoženje približno 135 milijard ameriških dolarjev, do konca leta 2007, ko je bilo že 10 000 skladov, ki so upravljali 2 000 milijard dolarjev premoženja.

4.3 Posredništvo glavnih posrednikov (*prime brokerage*) je splošni izraz za storitve, ki jih ponujajo investicijske banke in podjetja za vrednostne papirje in brez katerih hedge sklad ne more delovati. Posredništvo glavnih posrednikov zajema splošno skrbništvo nad premoženjem sklada, posojanje vrednostnih papirjev za „prodajo na kratko“, financiranje za zagotovitev učinka vzvoda in tehnološke storitve. Zaradi osrednje vloge glavnih posrednikov na trgu hedge skladov mnogi opazovalci menijo, da bi bilo bolje, če bi podatke, potrebne za nadzor sistemskega tveganja, pridobivali od omejenega števila glavnih posrednikov kot pa od vsakega posebnega hedge sklada.

4.4 Približno dvajset glavnih posrednikov pokriva 90 % svetovne industrije hedge skladov. 30 do 40 % glavnih svetovnih posrednikov ima sedež v Londonu. 60 % hedge skladov je v ZDA, 20 % v Londonu in 20 % v preostalem svetu. V Londonu ima sedež 80 do 90 % industrije hedge skladov na območju EU. Upravljavci alternativnih naložbenih skladov v Londonu morajo poslovati v skladu s pravili britanskega organa za finančni nadzor (FSA).

4.5 Hedge skladi ponujajo absolutne naložbene donose s sorazmerno nizkimi nihanjem, ki v glavnem niso odvisna od tega, ali določen naložbeni trg raste ali upada. To dosežejo z zavarovanjem proti izgubi (*hedging*). Svoje strategije uveljavljajo z izvedenimi pogodbi in svoje donose praviloma uravnavajo s pomočjo finančnega vzvoda z najemanjem dodatnih sredstev za naložbe.

4.6 Razpolagajo s široko paleto zmožnosti in strategij, od najmanj presenetljivih do najbolj tveganih. Uporabljajo kombinacijo strategij za zavzemanje globalnih položajev glede razvoja svetovnih trgov, valut, blaga, obrestnih mer itd. Ti zagotavljajo velik obseg izmenjav, ki neposredno ne vpliva na spremembe v industriji. Nekateri uporabljajo pri analizi trgov in izboru delnic odlično znanje, da kupujejo najboljše vrednostne papirje, nato pa tveganje kapitalskih naložb zmanjšajo s prodajo predvidoma manj uspešnih delnic. Drugi uporabljajo računalniške sisteme za določanje tržne vrednosti vrednostnih papirjev, da potem ene prodajo, druge pa kupijo.

4.7 Prodaja „na kratko“ je tako za delovanje hedge skladov bistvenega pomena. Britanski organ za finančni nadzor FSA je septembra 2008 ugotovil, da je prodaja na kratko „v normalnih tržnih razmerah legitimna naložbena tehnika“. Tisti, ki se ukvarjajo s tovrstno prodajo, so pač gospodarski subjekti. Pogosto pokažejo na kakšno neprijetno resnico o finančnem položaju podjetij, katerih delnice so naprodaj, in sicer, da je njihova vrednost nižja, kot se domneva. V tem pogledu jih je mogoče v finančnem svetu primerjati z dečkom, ki si je upal na glas povedati, da je cesar gol. V nekaterih okoliščinah je možno, da prodaja „na kratko“ poveča to, kar bi bile sicer samo prehodne težave zdravih podjetij, in na tak način podjetje pripravi do industrijskega prestrukturiranja. Lahko bi tudi zaostri la borzne krize s sistemskimi posledicami zaradi računovodskih standardov, temelječih na tržni vrednosti, ki se uporablja za vrednotenje finančnih sredstev. Oblasti so v času trajanja finančne krize prepovedale prodajo bančnih delnic na kratko. Uvedba prepovedi ostaja politična možnost za zakonodajalce, ko ocenijo, da razmere na trgu niso normalne.

4.8 Z dogodkovno vodenimi strategijami (*event-driven strategies*) imajo lahko hedge skladi pomemben vpliv na spremembe v industriji – in nanje tudi dejansko vplivajo. Hedge skladi iščejo naložbene priložnosti na podlagi dogodkov, povezanih s podjetji. Čas udeležbe je v takšnih primerih običajno 1 do 3 leta. Primer je razsodništvo o delnicah podjetij, ki se združujejo. Včasih hočejo hedge skladi delovati proaktivno in pridobijo majhen špekulativen delež, da izzovejo dogodek, kot se je zgodilo, na primer, pri ABN AMRO. Kadar je naložba sorazmerno velika in sklad nastopa kot aktiven vlagatelj, to neizogibno vodi do pospešenih sprememb v podjetju. Medtem ko obstaja precej razlogov za domnevo, da naložba hedge sklada povečuje vrednost ciljnega podjetja, pa so učinki na zaposlovanje in socialni učinki le malo raziskani, ali pa sploh ne. Hedge skladi so največji kupci problematičnih vrednostnih papirjev, kar velja za še eno priložnost, ki se usmerja po dogodkih.

4.9 Reševanje hedge sklada LTCM v letu 1998 zaradi razloga, da je ta sklad „prevelik, da bi propadel“, je imelo za posledico, da hedge skladi veljajo za možno sistemsko tveganje, čeprav – *post festum* – velja reševanje, ki ga je izvedla ameriška centralna banka FED, za neustrezno. Odtlej so se glavni posredniki zavedali tveganj v zvezi z svojimi odnosi s hedge skladi in v tem primeru je propad povzročil stečaj Lehman Brothers, regulirane banke. Hedge skladi še zdaleč niso bili financirani z izposojenimi sredstvi v tolikšni meri kot regulirane banke.

4.10 Članek v gospodarskem poročilu *Sveriges Riksbank* (glej zgoraj) proučuje vlogo hedge skladov v finančnih krizah in še posebej mnenje, da delujejo usklajeno, z namenom, da povzročijo valove dogodkov. Za takšno delovanje ni bilo mogoče najti dokazov niti med krizo evropskih valut (1992), niti med azijsko krizo (1997) ali v času balona IT (2002). Kar se tiče sedanje krize, je ta v večji meri učinkovala na sklade, kot pa so skladi učinkovali nanjo.

4.11 Analiza je tudi proučila, ali hedge skladi ogrožajo finančno stabilnost bolj kot drugi vlagatelji. Ugotovila je, da imajo posamezni skladi le omejen vpliv na celoten trg, nenazadnje tudi zato,

ker je premoženje hedge skladov porazdeljeno na 10 000 skladov. Vendar je verjetno, da so skupaj z vsemi drugimi institucionalnimi vlagatelji prispevali k nastanku krize.

4.12 Čeprav so učinki hedge skladov na spremembe v industriji manj izraziti kot pri zasebnem lastniškem kapitalu, ostaja zaskrbljenost zaradi njihovih morebitnih učinkov, med drugim tudi zato, ker v njihovih strategijah ni preglednosti, ter zaradi njihovih naložb in sedežev. V skladu s tem EESO podpira šest glavnih načel v nedavnem poročilu Mednarodne organizacije komisij za varnost vrednostnih papirjev (IOSCO) iz junija 2009 o nadzoru hedge skladov, ki je bilo pripravljeno v podporo pobudi G-20. Ta načela so:

- obvezna registracija upravljavcev in svetovalcev hedge skladov;
- regulativne zahteve glede organizacijskih pravil, navzkrižij interesov, razkritja in nadzora;
- obvezna registracija, regulacija in nadzor glavnih posrednikov;
- zagotavljanje informacij, pomembnih za sistemsko tveganje, ki jih posredujejo hedge skladi in glavni posredniki;
- usmeritev na podlagi najboljše prakse zakonodajalcev;
- mednarodno sodelovanje med regulatorji.

Prednost mednarodnega sporazuma je, da odvrta od arbitraže med regulatorji.

4.13 V nadaljevanju navajamo analizo SWOT o hedge skladih z *opombami* poročevalca:

	Prednosti	Slabosti
Mikroraven	<ul style="list-style-type: none"> — Povečanje vrednosti družb, ki kotirajo — Usmerjenost k učinkovitim trgov — Kupec v skrajnem primeru — Nakup tveganega premoženja problematičnih vrednostnih papirjev 	<ul style="list-style-type: none"> — Kratkoročna usmerjenost <i>nimajo dolgoročne vloge</i> — „Čredna miselnost“/„čredno“ obnašanje <i>ni dokazano in tudi ne ugotovljeno</i> — Preglednost tveganj — Zunanji dejavniki
Širša razsežnost	<ul style="list-style-type: none"> — Priložnosti — Likvidnost na finančnih trgih — Premagovanje nepopolnosti trga (v primeru aktivnih vlagateljev) — Finančne inovacije 	<ul style="list-style-type: none"> — Nevarnosti — Tveganja vzvoda/sistemska tveganja <i>ni dokazano</i> — Manipuliranje trgov <i>absolutno ne</i> — Izčrpanje finančnih rezerv <i>bolj skrb zasebnega lastniškega kapitala</i> — Osredotočenost na finančni inženiring — Strategija visokega tveganja – z <i>visokim dobičkom</i>

5. Državni naložbeni skladi

5.1 Državni naložbeni skladi niso alternativni naložbeni skladi. Gre za kapital v državni lasti, ki je vložen v portfelj finančnih naložb. Njegova glavna naloga je stabilizirati gospodarstvo države z diverzifikacijo in ustvarjati bogastvo za prihodnje rodove. Danes obstaja skupno 20 pomembnih skladov z ocenjenim skupnim premoženjem več kot 3 bilijone dolarjev. Državni naložbeni skladi se v splošnem financirajo bodisi z dobičkom od prodaje surovin, kot sta nafta in plin na Bližnjem vzhodu, ali pa s presežki tekoče plačilne bilance, kot v primeru Kitajske. Iz makroekonomskega zornega kota opravljajo državni naložbeni skladi v svetovnem gospodarstvu dve pomembni vlogi: prenašajo sredstva nazaj h gospodarstvom OECD, s čimer popravljajo globalna neravnovesja, in ohranjajo svoje presežke zunaj gospodarstev svojih držav, s čimer zmanjšujejo nevarnost inflacije v svojih državah.

5.2 Po navedbah WMP so najpomembnejši državni naložbeni skladi naslednji:

Država	Sklad	Premoženje v mrd. dolarjev
Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	627
Savdska Arabija	SAMA Foreign Holdings	431
Kitajska	SAFE Investment Company	347
Norveška	Gov't Pension Fund Global	326
Singapur	Gov't Investment Corporation	248
Rusija	National Welfare Fund	220
Kuvajt	Kuwait Investment Authority	203

5.3 Njihove naložbe so dolgoročne in skladi večidel ne uporabljajo izposojenih sredstev. Praviloma so strpnejši do tveganja in pričakujejo večje donose kot tradicionalne uradne rezerve, ki jih upravljajo denarne oblasti. Večinoma so pasivni vlagatelji, vendar so lahko vplivni. Tako se na primer norveški državni pokojninski sklad pri svojih naložbah ravna po načelih za odgovorno vlaganje.

5.4 Vzpon državnih naložbenih skladov je odraz večje spremembe v strukturi svetovnih financ. Napovedi mednarodnega monetarnega sklada (IMF) kažejo, da bo skupno premoženje državnih naložbenih skladov v naslednjih petih letih doseglo 6 do 10 bilijonov dolarjev. Državni naložbeni skladi so med krizo izvedli vrsto pomembnih vlaganj v finančne institucije, ki jih je kriza prizadela. Pojav teh skladov je poglavitni dejavnik na področju mednarodnih naložb. Ko bodo urejena normativna vprašanja, bodo imeli pomembno vlogo pri razvoju svetovnega gospodarstva.

5.5 Veliko držav OECD je poudarilo pomen nadzora in možne regulacije državnih naložbenih skladov. Obstaja zaskrbljenost, da naložbe državnih naložbenih skladov ogrožajo nacionalno varnost, in njihova pomanjkljiva preglednost samo še stopnjuje resnost tega spornega vprašanja. Po drugi strani to med državami prejemnicami sproža protekcionizem in gospodarski nacionalizem. Dodatna bojazen je povezana s pomanjkanjem

odgovornosti, kar bi lahko privedlo do tega, da bi državni naložbeni skladi izkrivljali ali destabilizirali finančne trge. To bojazen bi bilo mogoče ublažiti z razkritji v zvezi z upravljanjem. Z uvedbo preglednega, verodostojnega in zanesljivega načina razkritja bi zmanjšali večino bojazni.

5.6 Ni zadostnih dokazov, da državne naložbene sklade pri vlaganjih vodijo politični ali strateški razlogi.

Značilni primeri za to so Gazpromovi prevzemi ali spodleteli poskus Chinalca, da bi vstopil v Rio Tinto. Kitajska si prizadeva zagotoviti energetske vire po vsem svetu tako, da vladam ponuja posojila prek svojih dveh političnih bank: Kitajske razvojne banke in Kitajske izvozno-uvozne banke.

5.7 Od leta 2008 se uresničuje dvotirna mednarodna pobuda za normalizacijo odnosov med skladi in državami OECD. OECD je razvila smernice za države prejemnice, medtem ko je Mednarodni monetarni sklad v sodelovanju z mednarodno delovno skupino državnih skladov (IWG) opredelil načela iz Santiaga, ki se nanašajo na

- pravni okvir in cilje skladov,
- institucionalni okvir in strukturo upravljanja ter
- naložbe in okvir za obvladovanje tveganja.

5.8 Da bi naložbe državnih naložbenih skladov lahko v gospodarstvih držav OECD v celoti opravljale svojo vlogo, morajo ti skladi okrepiti preglednost in obveščanje, zlasti glede upravljanja, strategije in ciljev naložb. Morali bodo potrditi svojo zavezanost tržnemu gospodarstvu, ki jim omogoča svobodo vlaganja. Njihove vlade bodo morale biti pripravljene sprejemati vzajemne naložbe iz gospodarstev OECD.

5.9 Na srečanju IWG v Kuvajtu aprila 2009 so državni skladi ustanovili stalni forum predstavnikov za nadaljevanje dela skupine. Čeprav so načela pomemben korak naprej, bo več treba storiti v zvezi z

- odnosi z državami prejemnicami,
- zahtevami in standardi glede razkritja ter
- standardi skladnosti, merili in sankcijami.

Brez tovrstne okrepitve preglednosti bi državni naložbeni skladi na makroekonomski ravni lahko učinkovali destabilizacijsko.

5.10 Na ravni podjetja državni naložbeni skladi nimajo neposrednega vpliva na spremembe v industriji, čeprav so posredno pomembni vlagatelji za alternativne naložbene sklade. Vendar zaradi svoje rastoče gospodarske moči postajajo pomembni delničarji v vodilnih podjetjih. Skladno s tem bi EESO želel, da bi državni naložbeni skladi sledili zgledu norveškega državnega pokojninskega sklada in se uvrstili med vlagatelje, ki so se zavezali spoštovati načela za odgovorno vlaganje.

5.11 V nadaljevanju navajamo analizo SWOT, ki jo je o državnih skladih opravil WMP, z opombami poročevalca:

	Prednosti	Slabosti
Mikroraven	<ul style="list-style-type: none">— Dolgoročna usmerjenost— Kupec „v zadnji sili“— Povečanje finančnih virov— Krepitev povezave do industrijskih trgov	<ul style="list-style-type: none">— Pomanjkanje avtonomnosti nacionalnih udeležencev— Pomanjkanje preglednosti— <i>obe vprašanji morata biti obravnavani v skladu z načeli iz Santiaga</i>
Širša razsežnost	Priložnosti <ul style="list-style-type: none">— Usmeritev k udeležencem— Stabilen finančni inženiring— Vstop na nove trge— <i>možen vpliv na alternativne naložbene sklade</i>	Nevarnosti <ul style="list-style-type: none">— Osredotočenost na politične cilje – negotove dolgoročne namere— Koncentracija premoženja zunaj demokratičnega nadzora— <i>obe vprašanji sta delno obravnavani v skladu z načeli iz Santiaga</i>

V Bruslju, 5. novembra 2009

Predsednik
Evropskega ekonomsko-socialnega odbora
Mario SEPI
