

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie społeczno-gospodarczego wpływu trendów na rynkach finansowych

(2008/C 10/23)

Dnia 17 stycznia 2007 r. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny postanowił, zgodnie z art. 29 ust. 2 regulaminu wewnętrznego, sporządzić opinię w sprawie *Społeczno-gospodarczego wpływu trendów na rynkach finansowych*.

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 4 września 2007 r. Sprawozdawcą był Olivier DERRUINE.

Na 438. sesji plenarnej w dniach 26 i 27 września 2007 r. (posiedzenie z dn. 26 września) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 115 do 25 — 13 osób wstrzymało się od głosu — przyjął następującą opinię:

1. Zalecenia

Informacja, przejrzystość i ochrona inwestorów i konsumentów

1.1 Należy udoskonalić narzędzia statystyczne umożliwiające lepszą ocenę sektora funduszy hedgingowych i funduszy PE (*private equities*) oraz wskaźniki dotyczące ładu korporacyjnego, i przeprowadzić harmonizację całej tej dziedziny przynajmniej na szczeblu unijnym.

1.2 W celu rozwiania rosnącej podejrzliwości wobec pewnej części sektora finansowego, ograniczenia zagrożenia wstrząsami systemowymi wywołanymi podejmowaniem nadmiernego ryzyka (zwłaszcza związanego z zadłużeniem) i zapewnienia poszanowania zasad uczciwej konkurencji pomiędzy różnymi typami inwestycji należałoby zastosować standardy ostrożnościowe w stosunku do funduszy hedgingowych i funduszy PE (umowa bazylejska III).

1.3 „Komitet wzywa Komisję do jak najszybszego przedstawienia projektu przepisów, których celem jest zwiększenie ilości informacji od inwestorów instytucjonalnych, dotyczących ich strategii w kwestii inwestycji i głosowania. Przedstawienie takich projektów przepisów byłoby zgodne z planem działania Komisji w sprawie modernizacji prawa spółek i zarządzania przedsiębiorstwami (1)”.

1.4 W celu zwiększenia zabezpieczenia inwestorów inwestujących swoje pieniądze w funduszach typu „*private equity*” (fundusze PE), należałoby zmienić dyrektywę w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe („dyrektywa UCITS (2)” — ang. *undertakings for collective investment in transferable securities*) w celu objęcia jej zakresem również wspomnianych funduszy i zobowiązania ich do większej przejrzystości. Podczas gdy obietnica wysokich zysków jest czynnikiem atrakcyjnym, inwestor końcowy mógłby nie zdawać sobie sprawy z ryzyka, na jakie się naraża.

1.5 Komisja powinna wspierać i realizować wraz z zainteresowanymi stronami (bankami, stowarzyszeniami konsumentów,

władzami publicznymi i usługodawcami itd.) inicjatywy mające na celu poprawę poziomu poinformowania, a przede wszystkim zrozumienia wśród użytkowników usług finansowych, którzy ogólnie nie zawsze posiadają wymaganą wiedzę i obycie z finansami, a co za tym idzie, świadomość ponoszonego ryzyka (3).

1.6 Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie, które sprzedano, a których obroty lub liczba pracowników przekracza pewien poziom, powinny zawsze być zobowiązane do opublikowania pewnego minimum informacji w momencie, kiedy są wycofywane z giełdy, a zatem nie podlegają już związanemu z nią obowiązkowi publikowania informacji.

Zarządzanie ryzykiem i jego dywersyfikacja

1.7 Należałoby rozważyć możliwość nakazu dywersyfikacji portfela zainwestowanych funduszy, zwłaszcza w wypadku programów partycypacji finansowej typu *save-as-you-earn*, w oparciu o istniejące modele (zob. też punkt 1.2).

1.8 Załamanie amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku odbiło się echem na innych segmenty rynku finansowego i w UE. W wypadku europejskiego kryzysu bankowego okazuje się, że koszty byłyby znaczne ze względu na rozczłonkowanie nadzoru, co spowolniłoby odpowiednią reakcję. W myśl zasady pomocniczości duże banki powinny podlegać nadzorowi na skalę europejską. Komitet zachęca te ostatnie, Komisję i Europejski Komitet Nadzorców Bankowych (CEBS), do skontaktowania się ze sobą w celu określenia sposobów realizacji takiego nadzoru i kryteriów pozwalających na identyfikację banków, których będzie on dotyczył.

1.9 W wypadku zlecenia zarządzania, pozwalającego na dywersyfikację ryzyka związanego z zarządzaniem, wydłużenie okresu zlecenia zachęciłoby do bardziej długoterminowego podejścia i ograniczyłoby spekulację wykraczającą poza ramy arbitrażu, w celu ograniczenia zniekształcającego wpływu perspektywy krótkoterminowej i pogoni za zyskiem, która objawia się w spekulacyjnym podejściu usługodawców zarządzających funduszami.

(1) Przegląd jednolitego rynku, EKES-INT/332.

(2) Dyrektywa Rady nr 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) — Dz.Urz. L 375 z 31.12.1985 s. 3-18.

(3) Jak okazało się podczas konferencji zorganizowanej w marcu 2007 przez Komisję Europejską na temat „Increasing financial capability”, raport Sandlera przedstawiony przez kanclerza skarbu Gordona Browna zawiera wiele interesujących refleksji.

1.10 Agencje ratingowe — pełniące jednocześnie rolę sędziego oraz strony, w takim sensie, że pomagają bankom inwestycyjnym w tworzeniu, ocenie i plasowaniu narzędzi pochodnych — powinny stanowić przedmiot większej przejrzystości.

Pogodzić strategie finansowe z europejskim modelem społecznym

1.11 Stosowanie wobec funduszy emerytalnych prowadzących bardziej długoterminową strategię bodźców podatkowych mogłoby zachęcić je do prowadzenia polityki inwestycji finansowych cechującej się jakością i odpowiedzialnością społeczną, ponieważ społecznie odpowiedzialne inwestycje⁽⁴⁾ stanowią obecnie tylko ograniczony procent całości inwestycji⁽⁵⁾.

1.12 Komisja i państwa członkowskie muszą dopilnować, by odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw obejmowała wszystkie zainteresowane strony, w tym także fundusze inwestycyjne wywierające wpływ na spółki, w które inwestują, i którymi niekiedy zarządzają. W związku z tym EKES podejmuje problem stosowania dyrektywy w sprawie informowania pracowników i przeprowadzania z nimi konsultacji w odniesieniu do holdingów⁽⁶⁾ i zwraca się o dokonanie przeglądu wspomnianej dyrektywy, jeżeli nie są one nią objęte.

1.13 Podobnie, należy zaktualizować dyrektywę w sprawie zbliżania ustawodawstw państw członkowskich odnoszących się do ochrony praw pracowniczych w przypadku przejęcia przedsiębiorstw, zakładów lub części przedsiębiorstw lub zakładów⁽⁷⁾ w celu objęcia jej zakresem przejęć przedsiębiorstw dokonywanych poprzez przejęcie ich akcji. W ten sposób prawo pracowników do bycia informowanym i konsultowanym będzie lepiej przestrzegane.

1.14 Dane statystyczne dotyczące pracowników (czy też dochodów) powinny być wyrażane co najmniej w kwintylach, aby lepiej odzwierciedlać wpływ polityki w zakresie wynagrodzeń na stabilność cen.

1.15 Przedsiębiorstwa świadczące usługi w ogólnym interesie gospodarczym stanowią zasadniczy filar europejskiego modelu społecznego. Są one również wybierane jako cel przez fundusze PE, które uciekają się do wykupu wspomaganego z wykorzystaniem dźwigni finansowej, ponieważ generują one duże przepływy gotówkowe, zajmują (niemal) monopolistyczną pozycję, mają niewielkie zadłużenie i wysokie koszty operacyjne. Aby uniknąć utrudnień dla konsumentów, obywateli, a także ewentualnych negatywnych skutków dla spójności „EKES ponawia zatem swą prośbę o ustanowienie na szczeblu UE wspólnych podstawowych zasad, które miałyby zastosowanie do wszystkich

⁽⁴⁾ Zob. zwłaszcza działania prowadzone w ramach UNEPFI (United Nations Environment Programme Finance Initiative), w tym raport „A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” (2005).

⁽⁵⁾ Zob. zwłaszcza działania prowadzone w ramach UNEPFI (United Nations Environment Programme Finance Initiative), w tym raport „A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” (2005).

⁽⁶⁾ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2002/14/WE z dnia 11 marca 2002 r. ustanawiająca ogólne ramowe warunki informowania i przeprowadzania konsultacji z pracownikami we Wspólnocie Europejskiej — Wspólna deklaracja Parlamentu Europejskiego, Rady i Komisji w sprawie reprezentacji pracowników — Dz. Urz. L 80 z 23.3.2002, s. 29-34.

⁽⁷⁾ Dyrektywa Rady 2001/23/WE z dnia 12 marca 2001 r. w sprawie zbliżania ustawodawstw Państw Członkowskich odnoszących się do ochrony praw pracowniczych w przypadku przejęcia przedsiębiorstw, zakładów lub części przedsiębiorstw lub zakładów — Dz. Urz. L 82 z 22.3.2001, s. 16-20.

usług użyteczności publicznej i byłyby określone w jednej dyrektywie ramowej, a w razie potrzeby w poszczególnych dyrektywach sektorowych⁽⁸⁾”.

Sprawiedliwy system podatkowy

1.16 Z zastrzeżeniem zasady pomocniczości należałoby pomyśleć o przepisach ograniczających możliwość odpisywania od podatku oprocentowania pożyczek w wypadku zakupu przedsiębiorstwa, tak jak uczyniono to lub czyni się w niektórych krajach (Dania, Niemcy, Wielka Brytania).

1.17 W ramach prac, które już zostały podjęte w kontekście OECD i w celu dalszego zwalczania nieuczciwej konkurencji związanej z rajami podatkowymi należałoby zastanowić się nad możliwością zmiany zasad opodatkowania tak, by w praktyce baza opodatkowania funduszy hedgingowych ustalana była na podstawie miejsca faktycznego prowadzenia działań kadry zarządzającej, ze względu na to, że zazwyczaj są to duże miasta w państwach członkowskich OECD. Nie należałoby zatem stosować stawek opodatkowania jak od zysków kapitałowych, lecz jak od normalnego dochodu.

1.18 Zważywszy, że duża część decyzji dotyczących krótkoterminowych inwestycji podejmowana jest z rajów podatkowych (*offshore*), Komitet wzywa Radę, Komisję oraz Europejski Bank Centralny o rozważenie możliwości podjęcia działań na mocy art. 59 Traktatu⁽⁹⁾.

1.19 Komitet podkreśla znaczenie lepszej koordynacji polityki podatkowej wraz z ustaleniem progów minimalnych, w szczególności w odniesieniu do różnych form opodatkowania dochodów z kapitału. Polityka ta uzasadniona jest dwoma względami: sprawiedliwością i wydajnością ekonomiczną.

2. Wprowadzenie

2.1 W ciągu ostatnich 25 lat gospodarka światowa przeszła gruntowne przemiany. Powszechne wyjaśnianie tego zjawiska wpływem globalizacji nie uwzględnia jednak jego aspektu finansowego oraz struktury światowego rynku finansów.

2.2 Ze względu na fakt, że media i decydenci polityczni w dalszym ciągu koncentrują się wyłącznie na wskaźniku PKB, zrozumienie rzeczywistej sytuacji wymaga przedstawienia tego problemu w szerszym ujęciu. W 2002 r. światowy PKB wynosił 32 tryliony dolarów i choć liczba ta wydaje się astronomiczna, jest ona niczym w porównaniu z ogółem transakcji finansowych niewliczanych do PKB (1 123 trylionów), których wartość jest 35 razy wyższa!

⁽⁸⁾ Zob. m.in. Dz.U. C 309 z 16 grudnia 2006 r., »Przyszłość usług użyteczności publicznej«.

⁽⁹⁾ »Jeżeli, w wyjątkowych okolicznościach, przepływ kapitału do lub z państw trzecich powoduje lub może spowodować poważne trudności w funkcjonowaniu unii gospodarczej i walutowej, Rada, stanowiąc większością kwalifikowaną na wniosek Komisji i po konsultacji z EBC, może podjąć wobec państw trzecich środki ochronne na okres nieprzekraczający sześciu miesięcy, o ile środki te są bezwzględnie konieczne».

Gospodarka światowa (w trylionach dolarów amerykańskich w 2002 r.)

Handel i produkcja		Waluta rozliczeniowa	
Transakcje na instrumentach pochodnych	699	Stany Zjednoczone (dolary)	405,7
Transakcje walutowe	384,4 (*)	Strefa euro (euro)	372,9
Transakcje finansowe	39,3	Japonia (jeny)	192,8
Sprzedaż towarów i usług (światowe PKB)	32,3	Inne obszary walutowe	183,6
Ogółem (transakcje międzybankowe)	1 155	Ogółem (rozliczenia międzybankowe)	1 155,0

(*) Z czego 8 to transakcje międzynarodowej wymiany handlowej.

Źródło: François Morin, Le Nouveau mur de l'argent: Essai sur la finance globalisée, 2006.

2.3 Podstawowym czynnikiem sprawczym globalizacji finansowej są inwestorzy instytucjonalni. Wraz z ich nadejściem rozprzestrzeniły się anglosaskie zasady ładu korporacyjnego (ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązek zachowania przejrzystości, aktywne uczestnictwo inwestorów instytucjonalnych w walnych zgromadzeniach oraz zmiana relacji między akcjonariuszami, zarządem i pracownikami) oraz powstały pochodne kredytowe — nowe instrumenty finansowe pozwalające na rozproszenie ryzyka, które do tej pory wydawało się nierozdzielnie związane z niektórymi papierami wartościowymi. Zaistnienie czy też przyspieszenie tych zmian stało się możliwe dzięki nowym technologiom informacyjnym i telekomunikacyjnym.

2.4 Należy podkreślić w tym momencie, że inwestorzy instytucjonalni w szerokim tego słowa znaczeniu stosują różne strategie w zależności od swojej perspektywy inwestycyjnej. Podczas gdy niektórzy zajmują się rozwiązaniami stabilizującymi rynki finansowe, inni, jak np. fundusze emerytalne, muszą odpowiadać na zobowiązania niezwykle długoterminowe. Pod tą samą nazwą mogą również kryć się istotne różnice: może ona obejmować np. fundusze PE, z których część specjalizuje się w wykupie wspomaganym z wykorzystaniem dźwigni finansowej (ang. *leveraged buy-out*) — inwestują one w przedsiębiorstwa przez okres 3-5 lat; inne działają w charakterze „aniołów biznesu” dostarczających innowacyjnym MŚP kapitał podwyższonego ryzyka, a okres ich zaangażowania się może trwać nawet kilkanaście lat ⁽¹⁰⁾.

	Okres posiadania	
	akcji	obligacji
Fundusze hedgingowe	1-5 miesięcy	1-5 miesięcy
Inne fundusze inwestycyjne	9 miesięcy do 1 roku	1-6 miesięcy
Firmy ubezpieczeniowe	1 rok 8 miesięcy do 3 lat 4 miesięcy	6 miesięcy do 2 i pół roku
Gospodarstwa domowe	3-5 lat	8 miesięcy do 4 lat

Źródło: Natixis, „L'effet de la présence des hedge funds sur l'équilibre des marchés financiers”, Recherche économique, N° 2007-04.

2.4.1 Niemniej inwestorzy ci mogą mieć bliskie wzajemne powiązania. Dla przykładu, 25 % kapitału zgromadzonego w 2005 r. przez fundusze PE pochodziło z sektora funduszy emerytalnych, 18 % od banków komercyjnych i inwestycyjnych, 11 % od towarzystw ubezpieczeniowych ⁽¹¹⁾. Coraz ważniejszą funkcją funduszy inwestycyjnych i innych firm zarządzających aktywami jest świadczenie usług zarządzania funduszom emerytalnym i towarzystwom ubezpieczeniowym na mocy zlecenia.

⁽¹⁰⁾ Oto w uproszczeniu kilka cech, które pozwalają odróżnić fundusze hedgingowe od funduszy PE: fundusze hedgingowe opierają się na aktywach zbywalnych: akcjach, lecz także surowcach, kredytowych instrumentach pochodnych itp. Stosują różnego typu strategie, aby osiągnąć cel, którym jest zysk w wartościach bezwzględnych. Kiedy inwestują w przedsiębiorstwo zadowolają się niewielkim procentem udziałów, ale prowadzą aktywne działania w celu uzyskania wpływu na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie. Fundusze PE zmiernają do pozyskania wartości i zasadniczo przeprowadzają wykup przedsiębiorstwa wspomaganym dźwignią finansową. Przedsiębiorstwo wycofane z giełdy nie podlega już obowiązkowi udzielania informacji. Po dogłębnym zrestrukturyzowaniu przedsiębiorstwa, fundusze te wycofują z niego po kilku latach swój kapitał.

⁽¹¹⁾ M. Aglieta „The surge in private equity”, 2007.

2.5 Inwestorzy instytucjonalni, którzy osiągnęli już pewien stopień rozwoju w krajach anglosaskich 20 lat temu, stopniowo zainteresowali się krajami Europy kontynentalnej. Fundusze pojawiły się również w różnych państwach członkowskich. Dziś połowa środków w podmiotach zbiorowego zarządzania jest kontrolowana przez inwestorów amerykańskich.

2.6 Uważa się, że obecnie inwestorzy instytucjonalni zawierają 80 % transakcji giełdowych. Nie wydaje się zatem realistyczne obstawianie pozycji inwestycyjnych przeciwnych do wybieranych przez te wielkie instytucje inwestycyjne. Są one jednymi z głównych posiadaczy akcji zagranicznych. Sondaż Eurobarometru (przeprowadzony jesienią 2005 r.) ukazał, że zaledwie 1 % gospodarstw domowych posiada akcje przedsiębiorstwa w innym kraju, a jedynie 3 % gospodarstw planuje zakup akcji zagranicznych! Co więcej, niewiele z nich bierze aktywny udział w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, podczas gdy inwestorzy instytucjonalni od kilku lat wykazują coraz większą i bardziej aktywną obecność.

2.7 Niniejsza opinia dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, ponieważ są one aktywne na rynkach giełdowych. Z reguły są to duże przedsiębiorstwa. Ponieważ jednak wywierają one decydujący wpływ na zatrudnienie w innych przedsiębiorstwach i na ich zachowanie, zachodzące w nich przemiany oddziałują na całą gospodarkę i społeczeństwo:

- tworzą one co trzecie miejsce pracy w Europie i co drugie w Stanach Zjednoczonych;
- są obecne przede wszystkim w przemyśle wydobywczym, transporcie i telekomunikacji oraz w sektorze usług dla przedsiębiorstw, a więc w branżach o znaczeniu strategicznym;
- wywierają również wpływ na sposób funkcjonowania MŚP poprzez umowy o podwykonawstwo i zaangażowanie finansowe.

3. Konwergencja systemów ładu korporacyjnego ⁽¹²⁾

3.1 Ogólnie rzecz biorąc, rozróżnia się dwa systemy instytucji i zasad dotyczących sposobu zarządzania i kierowania przedsiębiorstwami oraz ich kontrolowania, relacji między zainteresowanymi stronami oraz misji przedsiębiorstwa (ład korporacyjny).

- Dla modelu anglosaskiego charakterystyczne są przedsiębiorstwa o rozproszonej strukturze własnościowej, w której znaczny udział mają inwestorzy instytucjonalni, nawet jeśli nie angażują się w zarządzanie przedsiębiorstwem. Mimo że udział pojedynczych inwestorów z reguły nie przekracza 3 %, wywierają oni wpływ poprzez ogłoszenie zamiaru

⁽¹²⁾ James Shinn, „Private profit or public purpose? Shallow convergence on the shareholder model”, Princeton University, 2001. Badania dotyczą 14 krajów: Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Belgii, Francji, Niemiec, Włoch, Niderlandów, Hiszpanii, Chin, Korei Południowej, Malezji, Singapuru i Tajwanu; Roger M. Baker, „Insiders, outsiders, and change in European corporate governance”, University of Oxford, 2006.

sprzedaży lub sprzedaż posiadanych akcji. System ten jest typowy dla krajów o dużej liczbie notowanych spółek.

- Model powszechny w Europie kontynentalnej i w większości innych krajów, w tym również w Japonii, charakteryzuje się obecnością akcjonariuszy, którzy posiadają pakiety akcji na poziomie 10-20 % dające im realne możliwości sprawowania kontroli. Do inwestorów tych zalicza się skarby państwa, banki i inne przedsiębiorstwa. Uczestniczą oni bezpośrednio w zarządzaniu przedsiębiorstwem. W odróżnieniu od poprzedniego modelu pracownicy są w pewnym stopniu zaangażowani w sprawy przedsiębiorstwa, czego skrajnym przypadkiem jest niemiecka forma Mitbestimmung.

3.2 W ciągu dwóch ostatnich dziesięcioleci stwierdzono postępujące zbliżanie się modelu kontynentalnego do modelu anglosaskiego. Do czynników sprzyjających konwergencji należą: Jednolity akt europejski, prywatyzacja przedsiębiorstw publicznych, reformy systemów opodatkowania zysków kapitałowych na rynkach giełdowych, szczególnie w Niemczech, które doprowadziły banki do sprzedaży swoich udziałów w przemyśle, wprowadzony przez amerykański departament pracy obowiązek wykonania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych (w 1988 i 1994 r.), ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych w latach 90. wobec względnej stagnacji w krajach Europy kontynentalnej, notowania dużych przedsiębiorstw na wielu giełdach, nowe międzynarodowe standardy rachunkowości itp.

3.3 Utrzymuje się jednak pewne zróżnicowanie krajowych/regionalnych form kapitalizmu wynikające z:

- różnic w instytucjach gospodarczych na poziomie krajowym: przepisów prawa, polityki, kultury oraz posiadanych zasobów;
- wzajemnej zależności rynków kapitałowych i rynków pracy — uregulowania prawne oraz normy organizujące funkcjonowanie przedsiębiorstw wzajemnie na siebie oddziałują;
- kosztu przejścia na inny system, ponieważ zmiana któregoś z wyżej wymienionych elementów stwarza zagrożenie dla spójności całego systemu.

4. Skutki gospodarcze

4.1 Nagły rozwój inwestorów instytucjonalnych umożliwił demokratyzację dostępu do rynków finansowych i dywersyfikację ryzyka portfela, oferując wiedzę i doświadczenie zespołów zarządzających. Dzięki połączeniu oszczędności poszczególnych gospodarstw domowych dostępne fundusze zostały powiększone i pozwalają one na większą dywersyfikację, co zmniejsza indywidualne ryzyko, na jakie narażeni są inwestorzy indywidualni. Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) oferują potencjalnie wyższą rentowność kapitału inwestorom indywidualnym dysponującym skromnymi środkami finansowymi i nieposiadającym szerokiej znajomości rynku. Dla przedsiębiorstw i administracji publicznej koncentracja kapitału w rękach inwestorów instytucjonalnych oznacza ograniczenie kosztów negocjacji, dzięki kontaktowaniu się z jednym partnerem rozmów.

4.2 Różni inwestorzy instytucjonalni, niezależnie od ich charakteru (fundusze hedgingowe, fundusze emerytalne, banki i towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze PE itp.), zarządzają dorobkiem finansowym około 300 milionów gospodarstw domowych skoncentrowanych zasadniczo w Stanach Zjednoczonych, Europie i Japonii⁽¹³⁾. Ich celem jest maksymalizacja zwrotu z oszczędności ich klientów, z uwzględnieniem poziomu ryzyka, jakie gotowi są oni ponieść.

4.3 Z perspektywy konsumentów i gospodarstw domowych rosnący udział funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych z definicji powoduje większe narażenie ich dorobku finansowego na ryzyko rynkowe⁽¹⁴⁾.

4.4 Poza UCITS i towarzystwami ubezpieczeniowymi szeroko znane są fundusze emerytalne. Przedstawia się je jako jedno z rozwiązań pozwalających na zmniejszenie obciążeń związanych ze starzejącą się populacją. Istnieją dwa typy funduszy: o określonej wysokości wypłaty lub o określonej wysokości składki. W pierwszym przypadku ryzyko ponoszą osoby finansujące konto, pracodawca; w drugim wypadku, ostateczny oszczędzający. Mimo iż fundusze drugiego typu charakteryzują się bardziej ryzykowną strukturą aktywów, obserwuje się ich wzrost, ponieważ osoby finansujące konta pragną minimalizacji ryzyka wynikającego z długoterminowego angażowania się, a pracownicy są w coraz większym stopniu zainteresowani programami oszczędnościowymi, które mogą zaoferować wyższą rentowność, oraz takimi, w których łatwiej jest przenieść uprawnienia z jednego pracodawcy na drugiego⁽¹⁵⁾.

4.5 Fundusze same zarządzają swoimi aktywami, ale również bardzo często powierzają (całkowicie lub częściowo) ich zarządzanie funduszom powierniczym lub innym firmom zarządzającym. Zatem mimo iż perspektywy inwestycyjne są teoretycznie długoterminowe, wyniki zarządzania są oceniane w perspektywie krótkoterminowej i wyłącznie na podstawie uzyskanych zysków. To wyjaśnia, dlaczego znacznie wzrósł udział akcji w ogóle aktywów (mniej jednak niż w towarzystwach ubezpieczeniowych) i przyczynił się do wzrostu cen akcji.

4.6 Konwergencja modeli *ładu korporacyjnego* w połączeniu z rozwojem technologii informacyjnych i komunikacyjnych (TIK) oraz ze zwiększoną aktywnością inwestorów instytucjonalnych i ich poziomem rentowności doprowadziły duże przedsiębiorstwa do zwiększania za wszelką cenę zwrotu z posiadanych walorów (dywidend i zysków kapitałowych). Ich zdolność do generowania przyszłych przepływów pieniężnych lub partnerstwo będące filarem europejskiego modelu społecznego zeszyły na dalszy plan.

4.7 Wytworzyła się w ten sposób nowa dynamika zarządzania. Zmierza ona do aktywnego wywoływania zmian strategii w celu ciągłego tworzenia wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*) raczej niż do poprawy konkurencyjności w średnim/długim okresie czasu, która może być zagrożona: chodzi tu o takie zmiany jak wykup przez spółkę akcji własnych (*buyback*) w celu podniesienia wskaźnika rentowności kapitału własnego; fuzje i przejęcia, czasem nie mające nic wspólnego z

jakąkolwiek logiką przemysłową; ograniczanie zakresu działalności przedsiębiorstwa i zadań włączanych do działalności całej grupy w celu ułatwienia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego; delokalizacja oraz zmniejszanie zatrudnienia oraz elastyczniejsze warunki umów o pracę w celu ograniczenia kosztów stałych lub przekształcenia kosztów stałych w koszty zmienne⁽¹⁶⁾.

4.8 Ogólnie rzecz ujmując, wymaganie faktycznie wysokiej stopy zwrotu z kapitału (ROE), rzędu 10-20 % w zależności od sektora, ma destabilizujące efekty makroekonomiczne: tak wysoka stopa zwrotu oznacza wzrost zysków daleko wyższy od PKB. Wraz z innymi czynnikami (migracje, delokalizacja, wysokie nasycenie importem, ...) powoduje to wzrost udziału posiadaczy kapitału w ogólnym bogactwie. Zauważa się bowiem nowy podział wartości dodanej w krajach europejskich. Według danych Komisji, OECD i BRM procentowy udział płac w PKB średnio w krajach UE-15 spadł z 71,5 % w latach 1980. do 66,7 % w roku 2004. Przemieszczenie 5 punktów procentowych PKB przełożyło się na symetryczny wzrost dochodów z kapitału (zyski).

4.8.1 Makroekonomiczny wpływ tej zmiany w podziale dóbr ma charakter deflacyjny: powoduje on wzrost globalnych oszczędności, ale jako że siła nabywcza pracowników wzrasta niewiele, popytowi z ich strony brak dynamizmu, co nie zachęca przedsiębiorstwa do realizacji inwestycji. Z drugiej strony, ponieważ duża część zysków jest redystrybuowana wśród akcjonariuszy (dywidendy i wykup akcji własnych) tworzą się nadwyżki gotówkowe i dochodzi do samonapędzania się tego zjawiska.

4.8.2 Ponadto, ponieważ główne państwa członkowskie OECD konkurują ze sobą w celu przyciągnięcia bezpośrednich inwestycji zagranicznych, z jednej strony stymulowanych przez nadwyżkę pieniędzy, a z drugiej strony hamowanych z powodu spadku dynamiki ich rynków wewnętrznych, państwa te wkroczyły na drogę polityki obniżki podatków, która mogłaby poważnie zaciążyć na ich finansach publicznych, o ile nie zostaną obniżone wydatki publiczne z wyjątkiem wydatków społecznych (patrz demograficzne starzenie się).

4.8.3 Jako że odsetki od kredytów są w wielu krajach zwolnione od podatków, wykup wspomagany dźwignią finansową (*leveraged buy-out*) stanowi odpowiednik pewnego rodzaju subwencji ze strony władz publicznych dla operacji funduszy *private equity*, uprzywilejowując je w ten sposób. Oprócz nasuwającego się w związku z tym pytania o nieuczciwą konkurencję w stosunku do innych podmiotów gospodarczych, które nie stosują tego typu praktyk, wykup wspomagany niesie konsekwencje dla finansów publicznych. Z opracowania sporządzonego w duńskim ministerstwie podatków⁽¹⁷⁾ wynika, że przy identycznych pozostałych warunkach za dwa lata straty z tego tytułu mogą stanowić w tym kraju 25 % łącznych dochodów z opodatkowania przedsiębiorstw. W podobnej sytuacji znajduje się większość z krajów europejskich strefy euro, podlegających kryteriom budżetowym Paktu Stabilności i Wzrostu.

⁽¹³⁾ J. Peyrelevade, „Le capitalisme total”, 2005, s. 39-42.

⁽¹⁴⁾ BIPE, op cit. Udział oszczędności gospodarstw domowych zainwestowanych w akcje, fundusze powiernicze, ubezpieczenia na życie i programy emerytalne wzrósł przeszło dwukrotnie w Niemczech, Włoszech i Francji w latach 1980-1998, osiągając niemal 50 % w pierwszych dwóch krajach i 66 % w trzecim. W Wielkiej Brytanii, mimo iż początkowy poziom był wyższy, udział tych produktów wzrósł z 52 % do 76 %.

⁽¹⁵⁾ BIPE, „La montée en puissance des investisseurs institutionnels: implications réglementaires. Etude réalisée pour le Sénat Français”, styczeń 2003.

⁽¹⁶⁾ Patrz zwłaszcza S. M. Bilger i K. F. Hallock „Mass layoffs and CEO turnover”, 2005 oraz Chicago Fed Letter „Assessing the impact of job loss on workers and firms”, kwiecień 2006.

⁽¹⁷⁾ Ministerstwo Podatków, Dania, „Status på SKATs kontrolindsats verdorende kapitalfondes overtagelse af 7 danske koncerner”, marzec 2007.

4.8.4 Jeśli chodzi o wynagrodzenia osób zarządzających funduszami, 20-procentowa prowizja od zysków powyżej pewnego poziomu, jaką zwykle one otrzymują, opodatkowana jest z reguły według niższej stawki, stosowanej do zysków kapitałowych, a nie według stawki wyższej stosowanej do normalnych dochodów. Nie ma to żadnego uzasadnienia, jako że osoby te wnoszą jedynie minimalną część kapitału. Sytuacja ta skłania do poruszenia kwestii sprawiedliwego pod względem podatkowym traktowania tych osób w porównaniu do innych pracowników, którzy płacą wyższe podatki.

4.9 Oprócz charakteru i strategii przedsiębiorstw zmianie uległa również rola dyrektora generalnego: dziesięć lat temu jego obowiązkiem było zarządzanie firmą i jej aktywami w imieniu różnych zainteresowanych stron. Dziś głównym zadaniem dyrektora generalnego jest generowanie zysku netto dla inwestorów. Liczba wymuszonych dymisji z powodu wyników ocenionych przez akcjonariuszy jako niezadowolające osiągnęła szczytowy poziom w 2005 r., kiedy to zarejestrowano cztery razy więcej usunięć dyrektorów generalnych z tego powodu niż dziesięć lat wcześniej. Zmiana dyrektora dotyczyła ponad jednej siódmej przedsiębiorstw, podczas gdy dziesięć lat wcześniej zjawisko to odnotowano tylko w jednej jedenastej wszystkich przedsiębiorstw. Długość kadencji dyrektorów również uległa skróceniu. Ta coraz to szybsza rotacja może stwarzać problemy, ponieważ „wdrożenie koniecznych przemian zajmuje przedsiębiorstwom zazwyczaj od trzech do czterech lat”.

4.9.1 W rezultacie, ponieważ często zdarza się, że zarząd ma trudności ze znalezieniem odpowiedniego kandydata, który mógłby zastąpić zwolnionego dyrektora, efekt kaskadowy powoduje dalszy wzrost wynagrodzenia dyrektora, z jednej strony dlatego, że jego nowi pracodawcy chcą go w ten sposób skłonić do odejścia z obecnego stanowiska, a z drugiej strony dlatego, że jego dotychczasowi pracodawcy próbują go zatrzymać. Tymczasem przytłaczająca większość inwestorów instytucjonalnych (90 %) wyraża niezadowolony z poziomu wynagrodzenia menadżerów, uznawanego za przesadnie wysokie, oraz z braku pozytywnego wpływu poziomu wynagrodzeń na wyniki przedsiębiorstwa (78 %) ⁽¹⁸⁾.

4.9.2 O ile przedsiębiorstwa wydają się odchodzić od opcji na akcje (stock options), które doprowadziły do konfliktu interesów i głośniejszych skandali, zwyczaj przyznawania wysokich odpraw i innych korzyści finansowych dyrektorom generalnym, którym nie udało się poprawić wyników przedsiębiorstwa (w sensie konkurencyjności i miejsc pracy), szokuje opinię publiczną.

5. Spójność społeczna a nierówności społeczne

5.1 Z jednej strony, o ile dawniej wysokie wynagrodzenia wypłacane akcjonariuszom uzasadniano często ryzykiem związanym z transakcjami, w które angażują swój kapitał, wydarzenia ostatnich lat wystawiły ten argument na ciężką próbę.

5.1.1 Odpowiedzialność jest bowiem ograniczona do wysokości wkładu, zaś zbywalny charakter aktywów związany z

⁽¹⁸⁾ Watson Wyatt, „Corporate directors give executive pay model mixed reviews”, czerwiec 2006.

coraz większym upłynieniem rynków finansowych i giełdowych, dzięki nowym technologiom i ich globalizacji, znacznie zmniejsza ponoszone ryzyko, zapewniając inwestorom nieporównanie szersze możliwości ewentualnego wycofania się i dywersyfikacji.

5.2 Z drugiej strony ekonomiści zaobserwowali sezonowość zwolnień z przyczyn ekonomicznych, których kulminacja przypada na styczeń i czerwiec, czyli na miesiące, w których ustala się i zmienia budżet roczny w przedsiębiorstwach. Stwierdzili oni, że zwolnienia te częściej mają na celu poprawę wyników finansowych, niż są skutkiem koniecznych przemian w branży ⁽¹⁹⁾.

5.2.1 Ponadto powszechnie praktykowany jest coraz bardziej zindywidualizowany charakter umów o pracę i wynagrodzeń, podobnie jak liczne nietypowe umowy, takie jak umowy na czas określony lub w niepełnym wymiarze godzin, w celu przekształcenia części kosztów stałych związanych z wynagrodzeniem w koszty zmienne i ostatecznego zwiększenia zysków, a co za tym idzie, stopy zwrotu z kapitału własnego (*return on equity*). W 1992 r. 25,4 % pracowników było zatrudnionych na umowę na czas określony lub w niepełnym wymiarze godzin. W 2005 r. odsetek ten wzrósł aż do 33 %. Zawieranie tego rodzaju mało stabilnych umów rozpowszechniało się w tym okresie (z wyłączeniem 2005 r.) w tempie szybszym niż tempo tworzenia miejsc pracy, a w wypadku umów na czas określony jedynie w 33 % przypadków doprowadziło do zawarcia umowy na czas nieokreślony (w porównaniu do 22 % przypadków braku dalszego zatrudnienia i 39 % przypadków podpisania umowy tego samego typu) ⁽²⁰⁾.

5.2.2 W związku z powyższym pojawiają się nowe zagrożenia dla pracowników i przedsiębiorstw:

- przedsiębiorstwa nie inwestują w pracowników niezatrudnionych na stałe, którzy z kolei nie wkładają w pracę wysiłku, ponieważ czują się mniej związani z firmą i obawiają się, że korzyści netto dalszego kształcenia okażą się ujemne ⁽²¹⁾ ⁽²²⁾;
- kapitał ludzki, który w społeczeństwie opartym na wiedzy jest coraz ściślej dostosowany do specyfiki danego przedsiębiorstwa, nie poddaje się łatwo przesunięciom (tzn. nie daje się przenieść z jednej firmy do drugiej) ⁽²³⁾;
- przedstawiciele pracowników nie są już w stanie zidentyfikować rozmówcy, do którego powinni się zwracać w ramach dialogu społecznego, ponieważ „szef” sprowadza się do dużej liczby „bezimiennych” i zmieniających się często akcjonariuszy;
- pracownicy zmuszeni są konkurować:
 - na szczeblu globalnym ze względu na znaczną mobilność kapitału produkcyjnego i kapitału finansowego oraz podwojenia liczby pracowników w gospodarce światowej wskutek rozpadu bloku komunistycznego, a przede wszystkim wkroczenia na arenę międzynarodową Chin i Indii;

⁽¹⁹⁾ D. Plihon, „Précarité et flexibilité du travail, avatars de la mondialisation du capital”, 2006.

⁽²⁰⁾ COM(2003) 728 final „Amélioration de la qualité de l'emploi: un examen des derniers progrès accomplis” [Poprawa jakości zatrudnienia: analiza niedawno osiągniętych postępów].

⁽²¹⁾ Zważywszy, że kapitał ludzki jest coraz częściej wskazywany jako czynnik sprzyjający konkurencyjności w gospodarce opartej na wiedzy, zadziwia fakt, że nie jest on uwzględniany wśród aktywów w bilansie przedsiębiorstwa.

⁽²²⁾ Europejskie Obserwatorium Warunków Pracy, Fourth European Working Conditions Survey, 2007, s. 49.

⁽²³⁾ Patrz punkt 6.4 i kolejne.

- na szczeblu krajowym ze względu na poziom bezrobocia, namnożenie się miejsc pracy niskiej jakości, co zwiększa wartość dobrych miejsc pracy, oraz paradoks związany z kształceniem: z jednej strony właściwe jest podkreślanie konieczności doksztalcenia się i wskazywanie nieodpowiednich kwalifikacji, z drugiej zaś strony prawie co trzeci pracownik twierdzi, że ma wyższe kwalifikacje niż wymaga tego jego praca, a pracownicy najslabiej wykwalifikowani i zatrudnieni na czas określony nie mają wystarczających możliwości podniesienia swoich kwalifikacji;
- zmuszenie do konkurencji jest tym bardziej dotkliwie, że mobilność pracowników jest stosunkowo niewielka ze względu na utrzymanie okresów przejściowych w przepisach dotyczących migracji ekonomicznej, w ramach których dostęp cudzoziemców do rynku pracy jest uwarunkowany istnieniem braków kadrowych

w określonych zawodach (ograniczenia natury politycznej), brakiem rzeczywistych postępów w dziedzinie przenoszenia uprawnień emerytalno-rentowych, przegraniem rynku nieruchomości (ograniczenia społeczno-gospodarcze) lub niewystarczającą znajomością języka (ograniczenia kulturowe).

5.2.3 Należy odnaleźć nową równowagę pomiędzy akcjonariuszami i pracownikami. Oprócz zniekształceń w podziale PKB na „kapitał” i „pracę” oraz wyżej wymienionych elementów, owa nierównowaga przejawia się również wykładniczym rozwojem rynków finansowych i giełdowych w ciągu ostatnich lat, kontrastującym z prawem pracy, które ewoluowało w przeciwnym kierunku, tzn. nie zapewniało pracownikom wystarczających zabezpieczeń (zarówno jeśli chodzi o warunki umowne jak i na przykład o ustawiczne szkolenie zawodowe⁽²⁴⁾). Świadczy to o tym, że elastyczność (i wzrastająca niepewność) zatrudnienia staje się dla przedsiębiorstw czynnikiem dostosowania.

Zmiany według „podmodelu” społecznego

średnia	kraje	Kapitalizacja giełdowa/PKB		Ochrona pracowników	
		1990	2003	1990	2003
model anglosaski	UK, USA, Can, Aus	54	119	0,63	0,73
model skandynawski	Fin, Dk, Sv	28	85	2,71	1,89
model kontynentalny	Fr, De, At, B, NL	30	59	2,79	2,30
model śródziemnomorski	It, Sp, El	16	57	3,67	2,61
Japonia		98	70	2,10	1,84

Uwaga: Brak danych dla nowych państw członkowskich.

Ochrona pracowników mierzona jest wskaźnikiem prawnej ochrony zatrudniania OECD „EPL wersja 1” (ang. *Employment Protection Legislation*) (obliczonym na lata 1990, 1998 i 2003). Wskaźnik odnosi się do prawnej ochrony stałych i tymczasowych miejsc pracy. Im bliższy jest on zeru, tym ochrona pracowników jest słabsza (EPL wersja 2 zawiera dane dotyczące zwolnień grupowych, ale nie sięgają one 1990 r.)

5.2.4 O ile prawdą jest, że rozwinęła się grupa akcjonariuszy-pracowników, fakt ten nie jest w stanie skorygować obecnej sytuacji, ponieważ grupa ta składa się w sposób nieproporcjonalny (z punktu widzenia reprezentatywności ogółu pracowników) z najwyższej uposażonych pracowników (generalnie z wysokiego szczebla kadry zarządzającej).

5.2.5 Pamiętając, że system gospodarczy jest wynikiem wydarzeń historycznych (patrz pkt 3.3), łatwo zrozumieć, że konwergencja modeli ładu korporacyjnego (patrz pkt 3.1, 3.2) nie wywołała w Europie kontynentalnej szczególnie widocznych efektów w zakresie walki z bezrobociem, podczas gdy europejski model społeczny opiera się przede wszystkim na społecznej gospodarce rynkowej stosującej strategię szeroko rozumianego partnerstwa, wykraczającego poza interesy samych akcjonariuszy.

5.3 Kilka lat temu rozpoczął się etap polityki wstrzemięźliwości płacowej⁽²⁵⁾, pod naciskiem coraz silniejszej konkurencji międzynarodowej oraz norm w zakresie rentowności. Tymczasem zjawisko to nie dotyczy wszystkich grup społeczno-zawodowych.

5.3.1 Dlatego też, zgodnie z praktyką stosowaną w Stanach Zjednoczonych⁽²⁶⁾, Komisja Europejska, Eurostat i EBC powinny skorygować swoje dane statystyczne, dzieląc je (przynajmniej) na kwintyle⁽²⁷⁾, aby móc dokładniej określić, jakie kategorie osób (bardzo wysoko wynagradzane, bardzo nisko wynagradzane, grupy pośrednie) przyczyniają się do ogólnego wzrostu płac i szerzej, dochodów, tak aby lepiej ocenić ryzyko dla stabilności cen, mając na uwadze, że każda z tych grup wykazuje inną skłonność do konsumpcji⁽²⁸⁾ (zob. też punkt 4.8.4).

⁽²⁴⁾ Europejskie Obserwatorium Warunków Pracy, Fundacja Dublińska, Fourth European Working Conditions Survey, 2007, s. 49.

⁽²⁵⁾ Komisja Europejska, „The contribution of labour cost developments to price stability and competitiveness adjustment in the Euro Area” in Quarterly Report on the Euro Area, volume 6 n° 1, 2007. [Wpływ zmian w kosztach pracy na stabilność cen i na dostosowania w zakresie konkurencyjności w strefie euro].

⁽²⁶⁾ Patrz prowadzone co trzy lata ankiety „US Survey of Consumer Finances”.

⁽²⁷⁾ Dystrybucja dochodów w kolejności rosnącej w podziale na 5 części zawierające tę samą liczbę obserwacji.

⁽²⁸⁾ Niedawno prowadzone badania zwrócono w tym kierunku. Wskazują na to najnowsze opracowania, między innymi T. Piketty, E. Saez, „The evolution of top incomes: a historical and international Perspective”, American Economic Review, 2006.

6. Badania i rozwój oraz innowacje

6.1 Zważywszy że inwestorzy instytucjonalni wykazują skłonność do mimetyzmu w decyzjach dotyczących inwestycji, może to prowadzić do przeinwestowania w niektórych sektorach i jednocześnie niedoinwestowania w innych, czego dowodem był krach giełdowy w latach 2000-2001.

6.2 Na przykładzie krajów skandynawskich widać, że można połączyć wysoką wydajność rozwiązań społecznych i technologicznych z systemem finansowym o ważniejszej roli banków niż giełdy.

6.3 Co się tyczy funduszy PE, o ile wnoszą one kapitał ryzyka niezbędny do podejmowania nowej działalności przez niewielkie przedsiębiorstwa (typu start-up), nisza ta zmniejsza się już od kilku lat (w 2003 r. stanowiła mniej niż 10 % ich inwestycji)⁽²⁹⁾. Działalność funduszy PE jest natomiast coraz bardziej skoncentrowana na wykupywaniu przedsiębiorstw — w 2003 r. było to ponad 60 % (patrz rozdział „Efekt dźwigni i ryzyko systemowe”). Tendencja ta zresztą również nie sprzyja inwestycjom, ponieważ ze względu na ryzyko związane z tego rodzaju działalnością priorytetowym celem funduszu kapitału prywatnego jest osiągnięcie zysków i dochodu dla akcjonariuszy, a nie dokonywanie inwestycji długoterminowych.

6.4 Oprócz badań i rozwoju tzw. nieformalne interakcje⁽³⁰⁾ stanowią coraz istotniejszy czynnik przewagi konkurencyjnej dla przedsiębiorstw. Nieformalne interakcje wiążą się z wymianą informacji, wyrażaniem opinii, koordynacją i monitorowaniem innych działań, a przy tym łączą w sobie różne formy wiedzy w zakresie wymiany (towarów, usług i informacji) z innymi pracownikami, klientami i dostawcami. Pracownicy, którzy wykorzystują w pracy umiejętności w tym zakresie, stanowią obecnie między 25 a 50 % ogółu zatrudnionych.

6.4.1 Firmy, które chcą zdobyć przewagę konkurencyjną, nie mogą dłużej stawiać na standaryzację pracy osób, które wykorzystują te umiejętności, lub na ich zastąpienie przez maszyny. Wręcz przeciwnie, muszą usunąć przeszkody organizacyjne, wprowadzić atmosferę zaufania pomiędzy pracownikami oraz między firmą a jej pracownikami i pozwolić im na samodzielne podejmowanie decyzji oraz na łatwe i szybkie komunikowanie się. Wynika stąd, że ich siła leży w zbiorowej wiedzy szczególnie dla danego przedsiębiorstwa i zdobywanej z biegiem czasu.

6.4.2 Przedsiębiorstwa dysponują dziś szerokim polem manewru w zakresie poprawy wydajności pracowników włączonych w nieformalne interakcje, większym niż w przypadku innych pracowników. Znajduje to odzwierciedlenie w dużych różnicach wydajności w sektorach, w których tego rodzaju praca odgrywa istotną rolę. Sektorowy dialog społeczny ma tu do odegrania pewną rolę, przede wszystkim w celu zainicjowania wymiany doświadczeń między przedsiębiorstwami w ramach seminariów i opracowań.

6.4.3 Nacisk na kwalifikacje charakterystyczne dla poszczególnych przedsiębiorstw rodzi pytania dotyczące elastyczności

rynku pracy i bezpieczeństwa socjalnego, które zakładają raczej kształcenie ogólne, pozwalające znaleźć zatrudnienie w innym przedsiębiorstwie, być może działającym w innym sektorze niż przedsiębiorstwo, z którego pracownik odchodzi.

7. Efekt dźwigni i ryzyko systemowe

7.1 Wykupy prowadzone przez niektóre rodzaje funduszy PE to działalność o charakterze spekulacyjnym polegająca na zaciągnięciu pożyczki z założeniem, że zostanie ona spłacona z zysków wygenerowanych przez spółkę stanowiącą przedmiot wykupu oraz że możliwe będzie osiągnięcie wysokich zysków w ciągu pięciu lat.

7.2 W 1995 r. operacje te stanowiły w wypadku niektórych krajów Europy kontynentalnej 0,6 % PKB, a w 2005 r. nie mniej niż 3 % PKB⁽³¹⁾ (w odniesieniu do Wielkiej Brytanii te wartości procentowe wynoszą odpowiednio 1 % i 7 %). Wykupy stanowią zasadniczą część (70 %) działań prowadzonych przez fundusze PE, podczas gdy udział zysków z kapitału podwyższonego ryzyka typu venture zmniejsza się (5 % w 2005 r.).

7.2.1 W drugim półroczu 2006 r. ze strony banków centralnych (EBC, Banku Anglii) i agencji ratingowych (Standard and Poor's) zaczęły napływać coraz liczniejsze sygnały alarmowe jako reakcja na gorącą sytuację panującą w sektorze (500 miliardów USD), który przyciągnął w 2005 r. 70 miliardów USD więcej niż w roku poprzednim. Sygnalizują one zarówno ryzyko systemowe związane ze znacznym wzrostem zadłużenia spółek, jak również zwiększenie się liczby tzw. obligacji śmieciowych, która zbliża się do niebezpiecznego poziomu.

7.2.2 Stanowi to nie lada dylemat dla organów polityki pieniężnej, ponieważ każda podwyżka stóp procentowych, która ograniczyłaby tego rodzaju działalność, pogrzyłaby jednocześnie przedsiębiorstwa, które utrzymują się obecnie dzięki nadwyżce płynności na światowym rynku.

7.2.3 Wykupy wiążą się również z dwiema nie mniej istotnymi kwestiami, choć innej natury:

— Jeżeli wspomniana operacja jest przeprowadzana poprzez utworzenie holdingu, dyrektwa w sprawie informowania pracowników i przeprowadzania z nimi konsultacji nie ma zastosowania. Skutkiem tego jest mniejszy udział tych pracowników, których liczba sięga w Europie kilkuset tysięcy.

— W przypadku wykupu lewarowanego fundusze inwestycyjne mogą zasiąść w imieniu posiadanej spółki w zarządzie dużej grupy europejskiej prowadzącej działalność w sektorze strategicznym, np. w przemyśle lotniczym i kosmonautycznym. Biorąc pod uwagę, że niektóre fundusze amerykańskie utrzymują szczególnie bliskie powiązania z amerykańskimi organami władzy politycznej i służbami wywiadowczymi, niezależność technologiczna, wojskowa i polityczna UE jest zagrożona w zakresie, w jakim udział w zarządzie zapewnia dostęp do tajnych informacji⁽³²⁾.

⁽²⁹⁾ Deutsche Bank Research, „Private equity in Europe”, styczeń 2005 r.

⁽³⁰⁾ „The McKinsey Quarterly”, „Competitive advantage from better interactions”, 2006 r., nr 2.

⁽³¹⁾ Adrian Blundell-Wignall, „Private Equity Trends and Issues”, OCDE, 2007.

⁽³²⁾ B. Carayon, „Patriotisme économique: de la guerre à la paix économique”, 2006, s. 119.

7.3 Ogólnie rzecz biorąc, wiele czynników wpływa na sztuczne zawyżenie średnich wyników deklarowanych przez fundusze PE. Jako że nie są związane żadnym zobowiązaniem sprawozdawczości, jedynie najbardziej prężne fundusze przedstawiają swoje wyniki, a te które znikają z rynku z powodu kiepskich wyników, usuwane są z baz danych. Jak stwierdzono w jednym z opracowań Citygroup, po uwzględnieniu tych aspektów, zysk w okresie 10 lat jest niższy niż w przypadku koszyka akcji spółek o średniej kapitalizacji. Uwzględnienie kosztów zarządzania i inwestycji w aktywa nie płynne również przyczynia się do obniżenia wyników ⁽³³⁾.

7.4 Fundusze hedgingowe stanowią sektor o wartości ponad 1,5 trylionów USD. Nie są to nowe fundusze, lecz w ciągu ostatnich 20 lat przybrały znaczne rozmiary. Inwestorzy tacy jak fundusze emerytalne wywierają na ten sektor naciski dotyczące zwiększenia przejrzystości. Wymóg ten doprowadził ostatnio do uregulowania oceny zdolności kredytowej i wyceny ryzyka przez agencje ratingowe.

7.4.1 Ze względu na olbrzymie zasoby finansowe one z kolei wywierają teraz istotny wpływ na rynki finansowe, giełdowe i pieniężne, co uzasadnia podjęcie głębszych rozważań:

- Amerykańskie, brytyjskie i europejskie organy regulacyjne ponownie wyraziły niedawno swoje zaniepokojenie faktem, że banki inwestycyjne mogłyby umożliwić funduszom hedgingowym zwiększenie zdolności kredytowej poprzez wykorzystanie zabezpieczeń stosunkowo trudnych do upłynienia, a w efekcie wartość tych funduszy mogłaby znacznie się obniżyć w przypadku kryzysu finansowego. Poruszają one również kwestię spółek rejestrowanych w rajach podatkowych, wykorzystujących efekt dźwigni i pozwalających amerykańskim bankom kredytować fundusze hedgingowe powyżej dopuszczonych prawem limitów.
- Fundusze hedgingowe prowadzą również działalność w segmencie transakcji typu carry trade, polegających na poży-

czaniu środków w niskooprocentowanych walutach (takich jak jen lub frank szwajcarski) i ich inwestowaniu w walutach o wyższej stopie oprocentowania (np. w dolarach australijskich). Coraz więcej banków, np. Bank Rozliczeń Międzynarodowych, oraz ekonomistów jest przekonanych, że ta niezwykle dochodowa dla funduszy hedgingowych działalność jest jednym z czynników wpływających na słabą pozycję jena, który na koniec stycznia osiągnął najniższy od 4 lat poziom względem dolara amerykańskiego. Nagła zmiana stóp procentowych dla japońskiej waluty (w wyniku podniesienia stóp w Japonii w związku z panującym tam ożywieniem gospodarczym) mogłaby wywołać kryzys finansowy. Według Barclays Capital spekulacyjne transakcje typu carry trade osiągnęły najwyższy poziom od czasu kryzysu w Rosji w 1998 r.

7.5 Instrumenty pochodne pozwalają bankom na wyprowadzenie ryzyka z własnego bilansu poprzez jego przekształcenie w skomplikowane produkty finansowe będące przedmiotem transakcji. W ten sposób ryzyko zostaje rozdrobnione, ale jednocześnie rozproszone w całej gospodarce wśród podmiotów, które nie zawsze podlegają regułom ostrożnościowym.

7.5.1 Mimo że statystyczne prawdopodobieństwo załamania się rynków finansowych ze skutkami dla całego systemu zostało z biegiem czasu ograniczone, kryzys jest nadal możliwy, a straty byłyby bardziej odczuwalne niż w przeszłości przede wszystkim ze względu na ściślejsze powiązania między instytucjami i rynkami wynikające z innowacji finansowych, które umożliwiły pełniejszą integrację rynków, oraz z transakcji połączenia i przejęcia w sektorach: bankowym i ubezpieczeniowym ⁽³⁴⁾.

7.5.2 Ze względu na efekt dźwigni, który został w ostatnich latach ograniczony i który z definicji nie jest wykazywany w bilansie, nie można oszacować, jakie kwoty faktycznie wchodziły w grę i na jakie ryzyko narażona jest gospodarka.

Bruksela, 26 września 2007 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Dimitris DIMITRIADIS

⁽³³⁾ Komisja Skarbu Izby Gmin: „Private equity: tenth report of session 2006-07”.

⁽³⁴⁾ „Financial Times”, 30 stycznia 2007 r.

ZAŁĄCZNIK

do opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego

Poprawki odrzucone

Następujące poprawki, które uzyskały poparcie co najmniej jednej czwartej oddanych głosów, zostały odrzucone w trakcie debaty (art.54 ust.3 regulaminu wewnętrznego):

Punkty 5.1 i 2.1.1

Zastąpić punkty 5.1 oraz 5.1.1 następującym punktem 5.1:

~~5.1 Z jednej strony, o ile dawniej wysokie wynagrodzenia wypłacane akcjonariuszom uzasadniano często ryzykiem związanym z transakcjami, w które angażują swój kapitał, wydarzenia ostatnich lat wystawiły ten argument na ciężką próbę.~~

~~5.1.1 Odpowiedzialność jest bowiem ograniczona do wysokości wkładu, zaś zbywalny charakter aktywów związany z coraz większym upłynnieniem rynków finansowych i giełdowych, dzięki nowym technologiom i ich globalizacji, znacznie zmniejsza ponoszone ryzyko, zapewniając inwestorom nieporównanie szersze możliwości ewentualnego wycofania się i dywersyfikacji.~~

5.1 Wynagrodzenia wypłacane akcjonariuszom powinny być zależne od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa.

Uzasadnienie

Obydwa punkty wydają się zbyt krytyczne, jeśli chodzi o ważną rolę akcjonariuszy w rozwoju przedsiębiorstw. Stwierdzenie, że „odpowiedzialność jest bowiem ograniczona do wysokości wkładu” pomniejsza ryzyko związane z inwestowaniem na rynkach finansowych i giełdowych. Niedawny kryzys na tych rynkach zadaje również kłam stwierdzeniu, że nowe technologie i ich globalizacja zmniejszają ponoszone ryzyko. Ograniczenie wynagrodzeń akcjonariuszy może mieć negatywne skutki dla ewolucji rynków giełdowych.

Wynik głosowania

Za: 65

Przeciw: 70

Wstrzymało się: 13
