



INSTITUCIONÁLNÍ INVESTOŘI

jejich role na finančních trzích a vliv na země „globálního Jihu“

Listopad 2010

Poznámka editora:

Tato publikace vychází z původního anglického originálu, není však jeho doslovným překladem. Některé nadpisy a části textu byly upraveny. Bylo by proto nespravedlivé vinit z případných nedostatků pouze autora. Na některých místech jsou použity anglické termíny. Nečiníme tak z lenosti, ale abychom předešli případným nedorozuměním, jelikož pro řadu finančních termínů dosud nejsou vytvořeny české ekvivalenty. Kromě obvyklých výrazů „vyspělé státy“ a „rozvojové země“, jsou v textu použita rovněž označení „země globálního Severu“, respektive „země globálního Jihu“. I přesto, že ani tyto termíny nejsou zcela ideální, domníváme se, že jsou tato označení o trochu méně zavádějící. Ekonomickou sílu totiž nelze považovat za jediné kritérium vyspělosti a spojení „rozvojové země“ je, kvůli narůstajícím rozdílům v ekonomické a politické oblasti uvnitř této skupiny zemí, stále méně přesné.

Pokus o definici

Pojem „institucionální investor“ většinou označuje organizaci, jež spravuje a investuje velké množství peněz jménem třetí osoby, čímž definice vylučuje společnosti a lidi investující samostatně. Tato definice většinou zahrnuje investiční fondy, penzijní fondy, otevřené podílové fondy (mutual fund), pojišťovny a zajišťovací (hedge) fondy. V této kategorii jsou někdy uváděny i jiné druhy investorů, a to fondy soukromého kapitálu (private equity funds), investiční banky a státní investiční fondy (sovereign wealth funds). Každý institucionální investor má své typické znaky v závislosti na cílech, možnostech investic v určitých sektorech, nebo na riziku, kterému se může vystavit. Investice mohou zahrnovat nemovitosti, budovy, podíly ve společnostech, jež nejsou obchodovány na burzách, nebo jakákoli jiná aktiva, třebaže velká většina kapitálu hlavních investorů je většinou investována na finančních trzích.

Velikost institucionální investorů

Celková velikost finančních trhů a institucionálních investorů se těžko odhaduje a čísla uváděná v různých studiích se dramaticky liší. To je hlavně důsledkem nedostatku transparentnosti a přesahů aktivit různých investorů. Penzijní fond může investovat část svého portfolia v investičním fondu, který vlastní podíl v dalším investičním fondu, který potom investuje do zajišťovacího fondu a tak dále. Kvůli tomuto pyramidovému uspořádání je stále těžší a těžší jasně rozlišit různé institucionální investory, o přesném pochopení jejich velikosti ani nemluvě. Pokud vezmeme v potaz toto duplikování, celkový objem finančních prostředků spravovaných institucionálními investory se v roce 2007 odhadoval na asi 53 000 miliard amerických dolarů, což se zhruba rovná světovému HDP.

Když se na druhou stranu podíváme na jednotlivé institucionální investory, jsou údaje pro rok 2009 následující:

Druh institucionálního investora ¹	Globální velikost (v miliardách USD)
Investiční fondy	32 800
Penzijní fondy	24 000
Otevřené podílové fondy	18 900
Pojišťovny	18 700
Zajišťovací fondy (hedge funds)	1 500
Fondy soukromého kapitálu (Private equity funds)	2 500
Státní investiční fondy (sovereign wealth funds)	3 900

Koncentrace peněz a vlivu

Institucionální investoři jsou zdaleka největšími aktéry na finančních trzích. V jejich portfoliu se nachází více než polovina akciového kapitálu stovky největších společností v hlavních západních ekonomikách (USA, Velká Británie, Německo, Francie).¹ Uskutečňují 80 % každodenních transakcí na finančních trzích, přičemž mezi 30 % až 50 % těchto transakcí provozují aktéři s vyšší mírou spekulativních investic, jako jsou zajišťovací fondy.

Institucionální investoři nejen že disponují obrovskou mocí, ale tato moc je také extrémně koncentrovaná. Skoro polovina kapitálu investičních fondů a asi 60 % penzijních fondů se nachází v USA. Ještě zajímavější je, že pokud na světě existuje předpokládaných 65 000 investičních fondů, tak více než polovina jimi drženo kapitálu je v portfoliu přibližně tuctu společností, většinou „globálních“ bank jako UBS a Credit Suisse (Švýcarsko), Barclays (Velká Británie), State Street (USA), Deutsche Bank (Německo) a několika málo dalších.

Drobní investoři, jako domácnosti, zaměstnanci či důchodci, jejichž peníze pohánějí investice těchto aktérů, přitom mají minimální možnost zasahovat do fungování fondů či omezovat obrovskou moc, kterou disponují manažeři fondů. Až na velmi málo výjimek tito manažeři sami rozhodují zda a kde investovat a zastupují také akcionáře na výročních valných hromadách.

Role a vliv drobných investorů

Malí klienti téměř nikdy neznají jména společností či zemí, do kterých investují, a to z různých důvodů. Zaprvé, pouze některé země institucionálním investorům předepisují nějaký druh standardů pro hlášení údajů a vyžadují tak po nich, aby zveřejnili své portfolio. Jak bylo zmíněno výše, ještě důležitější je, že čím dál více penzijních a investičních fondů kupuje podíly ve fondech jiných institucionálních investorů, čímž transparentnost zakrývají dalšími vrstvami investic. Jak dramaticky ukázala poslední finanční krize, problém na hypotéčním trhu v USA odstartoval nejhorší krizi od třicátých let, protože nikdo, dokonce ani manažeři fondů, nevěděl, kde nakonec „toxická aktiva“ skončila. Podle mnoha analytiků se následky budou projevovat po desetiletí, což je nepříjemná zpráva zejména pro zaměstnance, jejichž penzijní fondy mohly v minulých letech do takových aktiv investovat.

Ekonomika a finanční sektor

Tato extrémní koncentrace světového bohatství a kapitálu v rukou několika investorů má dramatické důsledky pro „reálnou ekonomiku“ a pro to, jak jsou řízeny firmy. Cílem investorů je krátkodobě maximalizovat zisky a hodnoty podílů a reagovat na požadavky klientů.

Během neobyčejného růstu finančních trhů se hlavní cíl manažerů společností přesunul od dlouhodobých cílů k plnění krátkodobých očekávání. Jinými slovy, pokud finanční trhy a institucionální investoři dříve bývali poskytovateli úvěrů, čímž v reálné ekonomice plnili produktivní funkci, v současnosti jejich aktivity hospodářskou stabilitu spíše ohrožují.

U firem může například dojít k nárůstu jejich hodnoty na finančních trzích po masivním propouštění zaměstnanců, jelikož finanční trhy považují tento krok za důkaz rostoucí efektivity podniku. Z dlouhodobého hlediska to sice může snížit výrobní kapacitu, z krátkodobého hlediska to však znamená snížení nákladů, což zvyšuje zisk. Právě to požadují investoři, kteří se zajímají pouze o každodenní hodnotu akcií na burzách. To znamená, že kroky, které údajně vytváří důvěru na trzích, mohou být v rozporu s potřebami fungujícího reálného hospodářství, které vytváří pracovní příležitosti a potřebuje dlouhodobé investice.

Suverénní státy – a tedy nejen korporace – jsou podobným tlakům vystaveny stále častěji. Institucionální investoři – a to zejména ti, kteří hledají dlouhodobější a méně rizikové investice – nakupují vládní obligace několika zemí, čímž získávají vliv na jejich ekonomickou a fiskální politiku. Případ krize řeckého veřejného dluhu na počátku roku 2010 docela dobře vysvětluje, jak se vlády v současnosti bojí úsudků finančních trhů. To většinou podporuje preventivní opatření a ostřejší úsporné kroky s vážnými společenskými důsledky.

1 IFSL Fund Management 2009 – www.ifsl.org.uk

2 Luciano Gallino – Con I soldi degli altri – Einaudi 2009

Velké nadnárodní korporace si navíc uvědomily, že mohou dosáhnout rychlejších a větších zisků přímo na finančních trzích, takže výrobci se sami stále více stávají finančními institucemi. Případ General Electric je v tomto ohledu poměrně výmluvný. Ještě před několika lety se činnost společnosti zaměřovala na výrobu a distribuci elektřiny, související spotřební výrobky, a podobně. Finanční aktivity však uvnitř skupiny nabývaly stále větší důležitosti, takže je v současnosti spojována především se značkami jako „GE money“, „GE financial services“ a dalšími finančními aktivitami.

Základní rolí finančního sektoru by měla být služba reálnému hospodářství. V současnosti byl však tento vztah obrácen vzhůru nohama a finanční sektor do velké míry diktuje pravidla reálné ekonomice. Tato situace s sebou nese i další důsledky, jako například postupné převedení zdrojů od produktivních investic k ziskům akcionářů.

Zájem finančního sektoru o veřejné statky

Během finanční bouře v letech 2007–2008 „utekl“ kapitál, který z velké části pocházel od institucionálních investorů, z finančních trhů a hledal alternativní investiční příležitosti. Obrovská přebývající likvidita byla vložena do alternativních „trhů“ s komoditami (např. zlato a další těžební produkty, zemědělské výrobky, ropa a další suroviny) a do jim příbuzných trhů s finančními deriváty. To se pokládá za jeden z významných důvodů pro zvýšení cen mnoha surovin v roce 2008, zejména pak u základních zemědělských produktů.

Bez ohledu na krizi institucionální investoři všeobecně vždy hledají investiční příležitosti, aby dosáhli vysokých zisků a splnili tak hlavní přání svých klientů. Toto byl jeden z hlavních faktorů postupné privatizace základních služeb, jako zdravotnictví a vzdělávání nebo veřejných statků, jako je voda. Tyto „trhy“ mohou garantovat vysoké a trvalé zisky, jelikož všichni musí pít a potřebují přístup k fungujícímu zdravotnictví. Privatizace těchto služeb však nemusí automaticky znamenat zvýšení jejich kvality. Naopak může vést k omezení přístupu sociálně slabších vrstev obyvatelstva k těmto službám. Finanční mechanismy a rostoucí trh s emisními povolenkami v rámci diskusí o klimatických změnách lze považovat za podobný příklad zvyšujícího se zájmu investorů o veřejné statky (jímž je v tomto případě stabilita zemského podnebí) na globální úrovni.

Společenské a ekologické ohledy

Za prvního institucionálního investora, který ve svých investičních strategiích začal brát v potaz neekonomické parametry je většinou považován Pioneer Fund založený v Bostonu v roce 1928. Fond podporoval investice v souladu s náboženským přesvědčením, takže vyřazoval „hříšné akcie“ firem působících v oblastech jako tabákový průmysl, hazard nebo zbraně. V následujících desetiletích stále více investorů žádalo pro své investice nějaké „etické“ standardy. To přineslo některá významná opatření proti

společnostem zapojeným do války ve Vietnamu nebo investujícím v zemích obviněných z porušování lidských práv, jako například Jižní Afrika během apartheidu nebo Chile za Pinochetovy diktatury.

V současnosti používá při svých investičních strategiích společenské nebo ekologické standardy několik „společensky odpovědných investorů“ (SRI z anglického termínu social responsible investors). Druhý největší světový veřejný penzijní fond, vlastněný norskou vládou, v posledních několika letech vyloučil několik společností obviněných například ze zapojení do výroby jaderných zbraní, nášlapných min či kazetové munice.

Strategie investorů vyžadující etické chování může být různá. Někteří investoři se rozhodnou zbavit se investic ve společnostech obviněných ze špatného společenského nebo ekologického chování. Jiní investoři si naopak podíly nechají, používají je ke vznášení námitek proti společnostem a žádají od nich udržitelnější a zodpovědnější chování. Toto „aktivní akcionářství“ již vedlo k některým konkrétním výsledkům v podobě změn společenského a ekologického chování a fungování několika nadnárodních společností.

Ačkoliv se hnutí SRI významně rozrostlo, jde stále jen o malý zlomek celkových investic. Rovněž definice SRI zůstává poněkud mlhavá a občas tak bývají označovány i pochybné praktiky. Zodpovědnost institucionálních investorů je nicméně obrovská. Některé problémy provázející SRI proto nemohou zpochybnit nutnost vyšší transparentnosti rozhodnutí institucionálních investorů a finančních trhů obecně, ani požadavek většího podílu klientů a drobných střadatelů na rozhodování investičních fondů, do nichž investují vlastní prostředky.

Dopady na rozvoj

Vliv institucionálních investorů na rozvoj nebyl zatím dostatečně analyzován, přesto existuje řada indicií, které dokazují, že se jedná o problematických vztah.

Zprv, většina fondů, jejich manažeři i bohatství, které spravují, pochází z průmyslově vyspělých zemí. Ačkoli i v některých zemích „globálního Jihu“, kde se etabluje střední třída, začíná aktivita „jižních“ fondů narůstat. Obzvláště penzijní fondy – často se sídlem v zemích „globálního Severu“ – financované zaměstnaneckými penzemi a úsporami z chudších zemí, jsou klíčovými aktéry v řízení celosvětové likvidity.

Tato situace vyvolává otázky po dalších obtížích občanů a zaměstnanců z „globálního Jihu“ při získávání informací o tom, jak jsou jejich peníze spravovány. Navíc jsou jak je vidět výše, institucionální investoři neobyčejně koncentrovaní a několik málo globálních bank sídlících v zemích „globálního Severu“ ovládá naprostou většinu kapitálu. Je proto pravděpodobné, že většina zisků vytvořených těmito investicemi končí právě zde, nikoli v zemích „globálního Jihu“.

Státní investiční fondy představují významnou výjimku, jelikož většinou pocházejí ze zemí „globálního Jihu“ a jsou úzce napojeny na vlády těchto zemí. Přesto ale i v tomto případě je transparentnost velmi omezená, a to navzdory nedávným zlepšením dohodnutým na zasedání OECD. V těchto zemích (např. v Indii) dochází rovněž k nárůstu v počtu fondů soukromého kapitálu, přičemž se lze domnívat, že cíle těchto fondů, jež spravují bohatství místních elit, nemusí být nutně v souladu s veřejným zájmem a národními rozvojovými cíli.

Ve všech případech má nezanedbatelné množství investic spravovaných institucionálními investory tendenci směřovat do zemí „globálního Jihu“, zejména do infrastruktury, kde má pochybný vliv na rozvoj. Zejména vysoce spekulativní zajišťovací fondy (hedge fondy) nabývají na důležitosti při financování společností a projektů v některých sektorech s vážnými ekologickými, společenskými a rozvojovými dopady, jako je například těžba.

Investiční strategie těchto investorů neberou vůbec v potaz národní rozvojové plány prosazované místními vládami, které byly v některých případech vytvořeny společně s občanskou společností. Institucionální investoři mohou mít navíc silný vliv na snahy těchto vlád vydat dluhopisy na mezinárodních finančních trzích, aby přilákaly zahraniční kapitál a osvobodily se od prostředků rozvojové spolupráce a dárcovských podmínek. Vzhledem k dominantnímu postavení institucionálních investorů na finančních trzích, musí vlády, které si chtějí zajistit přístup k mezinárodnímu kapitálu na finančních trzích, de facto splnit jejich požadavky spočívající v omezení rozpočtových výdajů a dodržování přísné fiskální a měnové politiky.

A konečně, odpor většiny investorů vůči zavedení přísnější regulace kapitálu ze strany zemí „globálního Jihu“ vystavuje ekonomiky těchto zemí dalšímu riziku vyplývajícímu z výkyvů na globálních trzích a z dopadů finančních krizí.

Autor:

Překlad z anglického originálu:

Edice českého vydání:

Grafický design:

Andrea Baranes, Mani Tese / Campagna per la riforma della Banca Mondiale (CRBM)

Jan Straka

Ondřej Kopečný, Glopolis

www.creativeheroes.cz

Tato publikace vznikla v rámci společného evropského projektu šesti neziskových organizací (BWP, CRBM, CCFD, EURODAD, WEED a Glopolis), který je zaměřen na zvyšování povědomí o potřebných změnách globálního finančního systému, které by přispěly ke stabilnějšímu, férovějšímu, ekologicky a sociálně odpovědnějšímu rozvoji nejen „globálního Jihu“.

 **glopolis**

Glopolis je nestranickou, nevládní organizací, která se zabývá analýzou ekonomické globalizace, obchodu, rozvoje, zemědělství a klimatických změn. Více informací na www.glopolis.org.



Mani Tese / Campagna per la riforma della Banca Mondiale (CRBM) je italská nevládní organizace založená v roce 1964 s cílem bojovat proti chudobě a nerovnostem mezi Severem a Jihem. Kromě jiného se dlouhodobě věnuje financování rozvoje, finančním trhům a globální odpovědnosti. Více informací na www.manitese.it a www.crbm.org.



Publikace vyšla s podporou Ministerstva zahraničních věcí ČR a Evropské unie. Obsah publikace nemusí vyjadřovat stanoviska sponzorů a nezakládá odpovědnost z jejich strany.