
Problemy i poglądy

Artur Mika*

PRZEDKRYZYSOWA ARCHITEKTURA NADZORCZO-REGULACYJNA W USA JAKO KATALIZATOR KRYZYSU *SUBPRIME*

1. PROBLEM ROZPROSZENIA INSTYTUCJI NADZORU

Aby wykazać niedoskonałości nadzorczo-regulacyjne rynku finansowego w USA istniejące przed kryzysem *subprime*, należy prześledzić nadzór i regulacje tego rynku finansowego w perspektywie historycznej. System finansowy w Stanach Zjednoczonych charakteryzuje się własną, uwarunkowaną historycznie specyfiką, odmienną od rozwiązań europejskich. Zaangażowanie państwa w sektor finansów jest postrzegane jako przejaw nadmiernej ingerencji w mechanizm wolnego rynku oraz czynnik prowokujący pokusę nadużycia w sytuacji, gdy instytucje finansowe mogą spodziewać się pomocy państwa i specjalnych gwarancji. Niektórzy autorzy wskazują wręcz, że w ciągu ostatnich 200 lat tego typu gwarancje i poręczenia bezpośrednio przyczyniały się do kryzysów bankowych¹.

Amerykański system finansowy to system o dużym stopniu złożoności i rozproszenia nadzoru finansowego, co wynika z federalnego modelu funkcjonowania

* Artur Mika jest doktorem nauk ekonomicznych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Obecnie zatrudniony w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym na stanowisku eksperta. Zainteresowania naukowe: rola regulacji i nadzoru rynku finansowego w utrzymywaniu stabilności finansowej, rola agencji ratingowych na tle kryzysów finansowych, modele i funkcjonowanie systemów gwarantowania depozytów, polityka makroekonomiczna Stanów Zjednoczonych i Japonii.

¹ Ch. Calomiris, *Banking Crises and the Rules of the Game*, National Bureau of Economic Research WP, No. 15403/2009.

państwa, przejawiającego się unikaniem centralizacji. Nadzór nad instytucjami finansowymi uzależniony jest od typu danej instytucji i przedstawia się zgodnie z tabelą 1.

Tabela 1. System nadzoru finansowego w Stanach Zjednoczonych

| | |
|---------------------------------|---|
| Nadzór nad bankami komercyjnymi | <p>System Rezerwy Federalnej (<i>Federal Reserve System – Fed</i>), utworzony na mocy ustawy <i>Federal Reserve</i> z 1913 r.² Pod jego nadzorem znajdują się holdingi finansowe (<i>Financial Holding Companies – FHC</i>) oraz banki posiadające licencję stanową (<i>state-chartered banks</i>), które są członkami Fed³. Wszystkie te instytucje finansowe są nadzorowane przez system i przechowują udziały w jednym lub kilku Bankach Rezerwy Federalnej. Udziały banków komercyjnych w Bankach Rezerwy Federalnej nie mogą być przedmiotem obrotu ani stanowić zabezpieczeń transakcji. Muszą one obejmować 3% kapitału banków⁴. Banki inwestujące w Banki Rezerwy Federalnej można zatem uznać za faktycznych właścicieli drugich z wymienionych, zwłaszcza, że w skali roku otrzymują one 6% dywidendę⁵ i mają prawo głosu przy wyborze zarządów Banków Rezerwy Federalnej (<i>Board of Governors</i>)⁶. Warto zwrócić uwagę, że zarządy Banków Rezerwy Federalnej składają się z członków kategorii A, B i C, z których banki prywatne, będące udziałowcami, wybierają członków klasy A i B, a wśród nich z kolei członkowie klasy A mają reprezentować interesy banków-udziałowców (interes publiczny ma być reprezentowany przez członków klas B i C)⁷. Sytuacja taka rodzi ryzyko konfliktu interesów w sferze sprawowania nadzoru finansowego, gdyż przedstawiciele nadzorowanych banków <i>de facto</i> wybierają członków zarządu Banków Rezerwy Federalnej, którzy, co więcej, otwarcie reprezentują interes nadzorowanych banków (członkowie klasy A). Fed sprawuje również nadzór nad oddziałami i filiami banków amerykańskich za granicą. Nie licencjonuje działalności banków, jednak decyduje o przyjęciu danego banku stanowego do systemu, a także o fuzjach banków stanowych w ramach systemu. Ponadto Fed sprawuje wyłączny nadzór nad holdingami finansowymi, zatwierdza wnioski o ich utworzenie oraz o rozszerzenie ich działalności. Nadzór ze strony Fed obejmuje również działalność zagranicznych banków funkcjonujących w Stanach Zjednoczonych. W przeciwieństwie do UE, w amerykańskim systemie nadzoru wobec banków zagranicznych prowadzących działalność na terenie Stanów Zjednoczonych nie obowiązuje zasada nadzoru kraju macierzystego, ale zasada</p> |
|---------------------------------|---|

² Federal Reserve Act of 1913, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm> (dostęp: 12.12.2010).

³ Większość banków prowadzących działalność stanową jest ubezpieczona w FDIC.

⁴ http://www.factcheck.org/askfactcheck/who_owns_the_federal_reserve_bank.html (dostęp: 12.12.2010).

⁵ <http://federalreserve.gov/generalinfo/faq/faqfrs.htm#5> (dostęp: 12.12.2010).

⁶ http://www.factcheck.org/askfactcheck/who_owns_the_federal_reserve_bank.html (dostęp: 12.12.2010).

⁷ US Code: Title 12, Subchapter VII – Directors of Federal Reserve Banks, Reserve Agents and Assistants, http://www.law.cornell.edu/uscode/html/uscode12/usc_sup_01_12_10_3_20_VII.html (dostęp: 12.12.2010).

| | |
|--|--|
| Nadzór nad bankami komercyjnymi | nadzoru kraju goszczącego. Amerykańskie banki mogą funkcjonować za granicą na podstawie ustawy <i>Edge</i> z 1919 r. ⁸ |
| | Federalna Korporacja Ubezpieczeń Depozytów (<i>Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC</i>). Została utworzona na podstawie ustawy Glass-Steagall z 1933 r. Główną funkcją FDIC jest ubezpieczenie depozytów, ale mimo to sprawuje ona nadzór nad bankami ubezpieczonymi w FDIC, posiadającymi licencję stanową i nie będącymi członkami Systemu Rezerwy Federalnej (<i>non-member commercial banks</i>). Członkiem Fed jest jedynie około 38% wszystkich banków w Stanach Zjednoczonych ⁹ , natomiast większość jest nadzorowana przez FDIC. |
| | Biuro Kontrolera Waluty (<i>Office of the Comptroller of the Currency – OCC</i>) – sprawuje nadzór nad bankami posiadającymi licencję federalną – zarówno nad bankami krajowymi jak i zagranicznymi, prowadzącymi działalność na szczeblu federalnym. |
| | Władze stanowe – za pośrednictwem specjalnych agencji nadzorują banki stanowe, a także inne instytucje finansowe. Pełnią funkcję głównego nadzorcy dla banków stanowych nie będących członkami Fed ani FDIC. |
| | Nadzór nad kasami oszczędnościowo-pożyczkowymi (<i>savings and loans associations</i>) i kasami wspólnego oszczędzania (<i>mutual savings banks</i>) ¹⁰ , jeśli posiadają one licencję federalną, sprawuje Biuro Nadzoru nad Instytucjami Oszczędnościowymi (<i>Office of Thrift Supervision – OTS</i>) działające w ramach Departamentu Skarbu, i jednocześnie FDIC. Natomiast jeśli posiadają one licencję stanową, podlegają nadzorowi władz stanowych oraz FDIC, która nadzoruje je, jeżeli objęte są gwarancjami tej instytucji. |
| | Nadzór nad uniami kredytowymi (<i>credit unions</i>) ¹¹ w przypadku posiadania przez nie licencji federalnej jest sprawowany przez Narodową Administrację Unii Kredytowych (<i>National Credit Union Administration</i>), która jednocześnie ubezpiecza ich depozyty, natomiast w przypadku posiadania przez nie licencji stanowej – jest sprawowany przez władze stanowe. |
| Nadzór nad rynkiem ubezpieczeń jest sprawowany przez stanowych komisarzy ubezpieczeniowych, zrzeszonych w Narodowym Stowarzyszeniu Komisarzy Ubezpieczeniowych (<i>National Association of Insurance Commissioners</i>). | |
| Nadzór nad rynkiem papierów wartościowych sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (<i>Securities and Exchange Commission – SEC</i>), utworzona na podstawie ustawy <i>Securities Exchange</i> z 1934 r. ¹² Słabość sprawowania nadzoru przez SEC wiązała się z faktem, że na podstawie ustawy <i>Maloney</i> z 1938 r. ¹³ , stanowiącej | |

⁸ Edge Act of 1919, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm> (dostęp: 12.12.2010).

⁹ http://www.factcheck.org/askfactcheck/who_owns_the_federal_reserve_bank.html (dostęp: 12.12.2010).

¹⁰ Są to podmioty udzielające kredytów hipotecznych i finansujące je depozytami oszczędnościowymi.

¹¹ Są to instytucje działające na rzecz określonych grup zawodowych, gromadzące oszczędności i udzielające kredytów konsumpcyjnych (odpowiednik polskich kas oszczędnościowo-kredytowych).

¹² Securities Exchange Act of 1934, www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf (dostęp: 12.12.2010).

¹³ Maloney Act of 1938, <http://www.sec.gov/news/speech/1938/102838bonner.pdf> (dostęp: 12.12.2010).

poprawkę do ustawy *Securities Exchange*, wprowadzona została możliwość samoregulacji podmiotów działających na rynku papierów wartościowych w nieregulowanym sektorze *over-the-counter* (OTC), w wyniku czego w odniesieniu do rynku OTC *de facto* nastąpiło scedowanie funkcji nadzorczych przez SEC na organizacje branżowe wprowadzające regulacje o charakterze dobrowolnym (*self-regulationg organizations* – SRO), świadczące również usługi doradcze dla SEC. Pierwszą tego typu organizacją było Narodowe Stowarzyszenie Dilerów Papierów Wartościowych (*National Association of Securities Dealers, Inc.* – NASD), zastąpione przez działający obecnie Urząd Regulacyjny Sektora Finansowego (*Financial Industry Regulatory Authority Inc.* – FINRA). Kryzys *subprime* pokazał, że efektywny nadzór i regulacje nie były możliwe w sytuacji, gdy pozostawały w rękach organizacji blisko powiązanej z nadzorowanymi podmiotami¹⁴. Warto dodać, że wiceprzewodniczącym NASD był Bernard Madoff – sprawca oszustwa finansowego, które przyczyniło się do eskalacji kryzysu *subprime*¹⁵. Sprawa ta stanowi przykład nieefektywności nadzoru finansowego zarówno na szczeblu federalnym (sprawowanego przez SEC), jak i sprawowanego branżowo – przez FINRA. Organizacja ta nie zdołała wykryć również przestępstw finansowych mających miejsce w latach 80. XX w. Wreszcie, FINRA nie objęła należytych nadzorem instytucji finansowych będących w centrum kryzysu *subprime*, tj. Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Madoff Investment Securities czy Stanford Financial Group¹⁶.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Iwanicz-Drozdowska, *System bankowy i nadzorczy USA*, „Bank”. Miesięcznik Finansowy, Nr 10/99, s. 55.

Na podstawie tabeli 1 wyraźnie widać rozproszenie systemu nadzoru finansowego, występujące szczególnie w sektorze bankowym, a także zjawisko *outsourcingu* funkcji nadzorczo-regulacyjnych, odnoszące się do rynku OTC. W sferze nadzoru problemem pozostawało również wskazane ryzyko konfliktu interesów w strukturach Banków Rezerwy Federalnej.

Odnosnie problemu rozproszenia nadzoru finansowego w Stanach Zjednoczonych warto zauważyć, że różnice w stanowiskach teoretyków dotyczą często efektywności nadzoru zintegrowanego i sektorowego, ale nawet wśród zwolenników nadzoru sektorowego sprawą bezdyskusyjną jest integralność nadzoru nad danym sektorem rynku finansowego. Tymczasem w przedkryzysowej amerykańskiej architekturze nadzorczo-regulacyjnej integralność ta nie miała miejsca w odniesieniu do sektora bankowego. Opisane powyżej rozproszenie nadzoru mogło rodzić z jednej strony ryzyko istnienia luk nadzorczych, z drugiej – dublowania kompetencji i rozmywania odpowiedzialności, a ponadto – nieefektywnego przepływu informacji pomiędzy zdecentralizowanymi instytucjami nadzorczymi. Co prawda od 1978 r. na podstawie

¹⁴ *Watchdog Group Warns About Wall Street Oversight*, The Huffington Post z 25.04.2010 r.

¹⁵ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-293.htm> (dostęp: 12.12.2010).

¹⁶ *Watchdog Group...*, *op. cit.*

ustawy *Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control*¹⁷, działała Federalna Rada Kontroli Instytucji Finansowych (*Federal Financial Institutions Examination Council* – FFIEC), mająca koordynować spójność praktyk nadzorczo-regulacyjnych pomiędzy rozproszonymi organami nadzoru, jednak kryzys *subprime* stanowi dowód, że koordynacja współpracy między nadzorcami nie była dokonywana przez FFIEC w sposób wystarczający dla zapewnienia stabilności finansowej.

2. OSŁABIENIE NADZORU POPRZEZ DEREGULACJĘ RYNKU FINANSOWEGO ORAZ ZANIŻANIE STANDARDÓW UDZIELANIA KREDYTÓW

Efektywne regulacje nadzorcze stanowią główne narzędzie w rękach organów nadzoru finansowego. Poprzez deregulację rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych dochodziło do sukcesywnego osłabiania tych organów.

Po Wielkim Kryzysie lat trzydziestych w gospodarce amerykańskiej, opartej tradycyjnie na modelu wolnego rynku, miało miejsce ograniczenie swobody działalności banków przez władze. W warunkach Wielkiego Kryzysu lat 30. w 1933 r. uchwalono ustawę *Glass-Steagall*, na mocy której ten sam bank nie był uprawniony do prowadzenia jednocześnie działalności depozytowo-kredytowej oraz inwestycyjnej¹⁸. Ograniczenie dotyczyło również terytorialnego zakresu funkcjonowania banków. Zakaz międzystanowej działalności został wprowadzony przez ustawę *McFadden* z 1927 r.¹⁹ Kolejne ograniczenia nałożono na holdingi bankowe na mocy ustawy *Bank Holding* z 1956 r.²⁰, zgodnie z którą spółkom-matkom w holdingach bankowych zabroniono fuzji i przejęć banków działających poza macierzystym stanem spółki-matki oraz angażowania się w większość sfer działalności niebankowej, w tym nabywania akcji niebankowych instytucji finansowych.

Oba powyższe akty prawne zostały uchylone poprzez ustawę *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency* z 1994 r., na mocy której dopuszczono tworzenie przez banki oddziałów w różnych stanach oraz łączenie i nabywanie banków z różnych stanów, pod warunkiem ich odpowiedniej kapitalizacji i przestrzegania limitów koncentracji²¹.

¹⁷ Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act of 1978, http://www.ssa.gov/OP_Home/comp2/F095-630.html (dostęp: 12.12.2010).

¹⁸ Glass-Steagall Act, <http://law.jrank.org/pages/7165/Glass-Steagall-Act.html> (dostęp: 12.12.2010).

¹⁹ L. Goodman, *The Effects of the Repeal of the McFadden Act on Resource Allocation Within the International Bank*, Atlantic Economic Journal, Vol. 11, No. 2.

²⁰ Bank Holding Act, <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6000-100.html> (dostęp: 20.12.2010).

²¹ http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=103_cong_bills&docid=f:h3841enr.txt.pdf (dostęp: 20.12.2010).

Możliwość tworzenia przez banki oddziałów w różnych stanach, czyli zniesienie pierwszego z powyższych ograniczeń, stanowiło jedną z najważniejszych zmian w amerykańskim systemie bankowym. Wcześniej w jego skład wchodziła duża liczba małych banków w różnych stanach. Wspomniana ustawa przyczyniła się natomiast do rozpoczęcia, po raz pierwszy w historii Stanów Zjednoczonych, działalności przez duże grupy bankowe. W rezultacie nastąpił znaczący wzrost koncentracji w sektorze bankowym, co miało istotne znaczenie później, podczas kryzysu *sub-prime*, szczególnie w kontekście problemu instytucji finansowych „zbyt dużych, by upaść”²².

Do konsolidacji w amerykańskim systemie bankowym przyczyniło się też w sposób kluczowy uchylenie ustawy *Glass-Steagall* poprzez ustawę *Gramm-Leach-Bliley* z 1999 r.²³, która umożliwiła łączenie przez daną instytucję finansową tradycyjnej bankowej działalności kredytowo-depozytowej z działalnością inwestycyjną oraz działalnością w sektorze ubezpieczeń. Ułatwiło to zawieranie transakcji pomiędzy bankami komercyjnymi, bankami inwestycyjnymi oraz zakładami ubezpieczeń oraz, co ważniejsze z punktu widzenia ryzyka systemowego, do ich konsolidacji. Konsolidacja ta przejawiała się znaczącymi fuzjami instytucji finansowych, jak chociażby przeprowadzona w 1998 r. fuzja banku komercyjnego Citicorp z Travelers Group, działającą w sektorze ubezpieczeń, w wyniku czego powstała Citigroup, będąca jedną z największych na świecie instytucji finansowych i prowadząca działalność zarówno depozytowo-kredytową, jak i ubezpieczeniową, a także transakcje na rynku papierów wartościowych²⁴. Ponadto w ustawie nie przewidziano środków zaradczych przeciw tworzeniu obciążonych wysokim ryzykiem złożonych produktów inwestycyjnych oraz oferowaniu ich bankom komercyjnym.

Ustawie *Gramm-Leach-Bliley* stawia się również istotny zarzut, że przyczyniła się do rozproszenia i fragmentaryzacji nadzoru nad konglomeratami finansowymi, gdyż na jej podstawie pod nadzorem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd znalazły się podmioty zależne holdingu, trudniące się obrotem papierami wartościowymi; spółki zależne, działające jako banki komercyjne, znalazły się w zasięgu nadzoru bankowego, a spółki-córki funkcjonujące jako zakłady ubezpieczeń – pod nadzorem ubezpieczeniowym, przez co nie istniał żaden pojedynczy nadzorca, sprawujący nadzór nad holdingiem jako całością²⁵. Problemem w tej sytuacji pozostawały luki w sprawowaniu nadzoru, gdyż działania nadzorców nie były koordyno-

²² D.C. Giedeman, *The Riegle-Neal Act and local banking market concentration*, International Advances in Economic Research, 1 November 2004.

²³ <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf> (dostęp: 21.12.2010).

²⁴ C.A. Carow, *Citicorp-Travelers Group merger: Challenging barriers between banking and insurance*, Journal of Banking & Finance, Vol. 25, No. 8/2001, s. 10.

²⁵ M.B. Greenlee, *Historical Review of 'Umbrella Supervision' by the Board of Governors of the Federal Reserve System*, FRB of Cleveland Working Paper, No. 08-07, s. 12.

wane w sposób efektywny przez żadną nadrzędną instytucję²⁶. Rozdrobnienie nadzoru finansowego w Stanach Zjednoczonych było posunięte do tego stopnia, że instytucje specjalizujące się w udzielaniu kredytów hipotecznych znajdowały się pod nadzorem Banku Rezerwy Federalnej (nadzór w sferze ochrony konsumenta), Kongresu Stanów Zjednoczonych, Departamentu Budownictwa i Rozwoju Miejskiego (*Housing and Urban Development Department* – HUD), Federalnego Zarządu Finansowania Mieszkalnictwa (*Federal Housing Finance Board* – FHFB), sprawującego nadzór nad sponsorowanymi przez rząd regionalnymi bankami udzielającymi kredytów hipotecznych (*Federal Home Loan Banks* – FHLB) oraz działającego w ramach HUD biura bezpośrednio nadzorującego instytucje finansowe udzielające kredytów hipotecznych (*Office of Federal Housing Enterprises Oversight* – OFHEO)²⁷. W świetle relatywnej wielości instytucji nadzorczych, nie sposób nie dopatrzeć się ryzyka rozmywania odpowiedzialności z jednej strony i dublowania działań – z drugiej. Niedoskonałości sprawowania nadzoru finansowego ujawniły się szczególnie w przypadku OFHEO, która była odpowiedzialna za nadzór nad instytucjami finansowymi zajmującymi się sekurytyzacją kredytów hipotecznych, mającym wsparcie finansowe ze strony rządu (*Government Sponsored Enterprises* – GSE)²⁸. Największymi tego typu instytucjami w Stanach Zjednoczonych były Federalne Narodowe Stowarzyszenie ds. Kredytów Hipotecznych (*Federal National Mortgage Association* – *Fannie Mae*) oraz Federalna Korporacja Hipotecznych Pożyczek Mieszkaniowych (*Federal Home Loan Mortgage Corporation* – *Freddie Mac*), utworzone, podobnie jak OFHEO, na mocy ustawy *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness*²⁹. W 2008 r. OFHEO i FHFB połączono w Federalną Agencję Finansowania Mieszkalnictwa (*Federal Housing Finance Agency* – FHFA) na mocy ustawy *Housing and Economic Recovery*³⁰. FHFA otrzymała zwiększone uprawnienia nadzorcze, w tym możliwość stosowania zarządu komisarycznego oraz sekwestru sądowego³¹, oznaczającego możliwość zaspokajania roszczeń wierzycieli bezpośrednio z majątku nadzorowanej instytucji finansowej. We wrześniu 2008 r. FHFA przejęła kontrolę nad *Fannie Mae* i *Freddie Mac*.

Zarówno omawiana wcześniej ustawa *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency*, jak i ustawa *Gramm-Leach-Bliley*, były niewątpliwie przejawem daleko idącej liberalizacji regulacji amerykańskiego rynku finansowego, w tym regulacji nadzorczych. Konsolidacja instytucji finansowych, będąca bezpośrednią

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ A. Mian, A. Sufi, F. Trebbi, *The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 16107, Chicago 2010.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d102:HR05334:@@D&summ2=m&> (dostęp: 12.12.2010).

³⁰ <http://www.hud.gov/offices/cpd/communitydevelopment/programs/hera2008.pdf> (dostęp: 12.12.2010).

³¹ *Ibidem*.

konsekwencją deregulacji, jak pokazał później kryzys *subprime*, wiązała się z dużym wzrostem ryzyka systemowego oraz problemem podmiotów „zbyt dużych, by upaść”. Z jednej strony w liberalizowaniu rynku finansowego można dopatrywać się narzędzia poprawienia konkurencyjności amerykańskich instytucji finansowych (np. poprzez korzyści skali czy efekt synergii), ale z drugiej strony liberalizacja i będąca jej skutkiem działalność instytucji finansowych w różnych sektorach rynku finansowego w znacznym stopniu przyspieszyła tworzenie innowacyjnych, złożonych produktów finansowych o wysokim ryzyku oraz sprzedawanie ich bankom (a więc instytucjom zaufania publicznego, które tradycyjnie powinna cechować niska skłonność do ryzyka), co przyczyniło się do genezy kryzysu *subprime*, zwłaszcza, że banki nie wykazywały tych instrumentów w swych bilansach (wyprowadzały ryzyko poza bilans), dlatego też nadzór finansowy nie miał możliwości należytego monitorowania poziomu ryzyka. Deregulacja rynku finansowego nieodłącznie wiąże się ze spadkiem intensywności działań organów nadzoru finansowego, gdyż logiczne jest, że jeśli dane przepisy przestają obowiązywać, nie ma również potrzeby kontroli ich przestrzegania, dokonywanej przez nadzorców. Wpływ ustawy *Gramm–Leach–Bliley* na wybuch kryzysu *subprime* potwierdza laureat nagrody Nobla, ekonomista P. Krugman³². Inny noblista J. Stiglitz podziela opinię, że ustawa w znaczący sposób przyczyniła się do kryzysu, gdyż umożliwiła bankom komercyjnym działanie zgodnie z mentalnością i kulturą korporacyjną banków inwestycyjnych, która charakteryzuje się wyższą skłonnością do ryzyka³³. Istnieją również argumenty, które bywają wysuwane na obronę ustawy *Gramm–Leach–Bliley*. Zaprezentowane zostały one wraz z kontrargumentami w tabeli 2.

Przeanalizowane poniżej wprowadzenie możliwości łączenia przez instytucje finansowe tradycyjnej działalności depozytowo-kredytowej z działalnością inwestycyjną było bardzo istotnym przejawem deregulacji rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych. Warto jednak mieć na uwadze, że deregulacja ta zaczęła się wcześniej. W 1980 r. weszła w życie ustawa *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control*³⁴, która m.in. rozszerzyła limit gwarancji depozytów z 40 000 USD do 100 000 USD, przyczyniając się do wzrostu pokusy nadużycia ze strony banków³⁵. Spowodowało to rozszerzenie przez banki ich zaangażowania w kredyty hipoteczne i transakcje spekulacyjne³⁶. W 1982 r. weszła w życie ustawa *Garn–St. Germain*

³² http://www.bnl.public.lu/fr/actualites/articles-actualite/2010/06/visite_krugman/KrugmanBio280610.pdf (dostęp: 01.12.2010).

³³ M. Baram, *Who's Whining Now? Gramm Slammed By Economists*, ABC News z 19.09.2008 r., <http://abcnews.go.com/print?id=5835269> (dostęp: 01.12.2010).

³⁴ *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980*, <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2200.html> (dostęp: 09.01.2011).

³⁵ Federal Deposit Insurance Corporation, *History of the Eighties – Lessons for the Future*, Vol. 1, December 1997.

³⁶ *Ibidem*.

Tabela 2. Argumenty przywoływane na obronę ustawy *Gramm-Leach-Bliley* wraz z kontrargumentami

| Argument | Uzasadnienie | Kontrargument |
|---|--|---|
| <p>Ustawa zapobiegła eskalacji kryzysu <i>subprime</i>.</p> | <p>Ustawa umożliwiła dużym bankom inwestycyjnym tj. Goldman Sachs i Morgan Stanley pożyczycie funduszy z Systemu Rezerwy Federalnej, co zapobiegło ich upadkowi.</p> | <p>Ustawa, przewidując pomoc w takich wypadkach, prowokowała pokusę nadużycia wśród systemowo ważnych instytucji finansowych.</p> |
| <p>Przyczyną kryzysu <i>subprime</i> nie była deregulacja.</p> | <p>Głównym sprawcą kryzysu nie była nie-doskonalskość regulacji ani ich brak, ale niedoskonalskość nadzoru finansowego, który regulacje te ma za zadanie egzekwować.</p> | <p>O ile kwestia nieefektywności nadzoru istotnie jest bezdyskusyjna, o tyle nadbrakiem wpływu deregulacji na wybuch i eskalację kryzysu finansowego można dyskutować, zwłaszcza że, jak wspomniiano, deregulacja przyspieszyła tworzenie i oferowanie bankom innowacyjnych instrumentów finansowych o dużym stopniu ryzyka. Zarzut o braku odpowiednich regulacji również może być podtrzymany, gdyż ryzykowne, innowacyjne instrumenty (np. w formie instrumentów CDS) były oferowane przez instytucje finansowe za pośrednictwem podmiotów, których nie objęto regulacjami oraz nadzorem – dla przykładu w ten sposób instrumenty CDS oferował AIG, który następnie, padając w trudności finansowe, zwrócił się o pomoc publiczną.</p> |
| <p>Najbardziej znane przykłady upadku największych banków inwestycyjnych, a więc Lehman Brothers i Bear Stearns dowodzą, że były to typowe banki inwestycyjne, które nie świad-</p> | <p>Działalność banków, które upadły, była najmniej zdywersyfikowana sektorem, natomiast działalność banków, które przetrwały kryzys (w szczególności JP Morgan, Bank of America, Citigroup),</p> | <p>Dopuszczona przez ustawę możliwość łączenia obu typów działalności (nawet jeśli łącznie to dotychczas nie miało miejsca w przypadku banków, które upadły), znacząco zwiększa ryzyko systemowe po</p> |

| Argument | Uzasadnienie | Kontrargument |
|---|--|--|
| <p>czyły usług kredytowo-depozytowych, a więc nie łączyły bankowości tradycyjnej z inwestycyjną³⁷.</p> <p>Ustawie nie należy przypisywać umożliwienia obrotu instrumentami finansowymi MBS, CDO, którymi to obrót doprowadził do kryzysu <i>subprime</i>³⁸.</p> <p>Zwiększone zaangażowanie banków inwestycyjnych w transakcje związane z portfelem handlowym nie wynikało bezpośrednio z ustawy <i>Gramm-Leach-Bliley</i>.</p> | <p>była najbardziej zdewersyfikowana sektorem³⁸.</p> <p>Jeszcze przed wprowadzeniem ustawy banki inwestycyjne mogły handlować tego rodzaju instrumentami finansowymi.</p> | <p>przez pobudzenie konsolidacji instytucji finansowych.</p> <p>Ustawa, promując zaangażowanie instytucji finansowych w różne typy działalności, pobudzała obrót tymi instrumentami nie przez banki inwestycyjne, ale przez tradycyjne banki komercyjne.</p> |
| <p>Deregulacja wręcz złagodziła kryzys.</p> | <p>Wynikało ono z faktu, że banki te uzyskały dostęp do zwiększonej bazy kapitałowej poprzez rozpoczęcie funkcjonowania na giełdzie⁴⁰.</p> | <p>W sytuacji obowiązywania regulacji bardziej ograniczających stopień zaangażowania w ryzykowne transakcje, zaangażowanie to nie miałoby miejsca pomimo dostępu do zwiększonej bazy kapitałowej.</p> |
| <p>Deregulacja umożliwiła nabycie przez Bank of America banku Merrill Lynch i przez J.P. Morgan Chase banku Bear Stearns⁴¹. Podobnie, umożliwiła przekształcenie Goldman Sachs i Morgan Stanley w holdingi bankowe, przez co lepiej poradziły sobie one z kryzysem.</p> | <p>Deregulacja umożliwiła nabycie przez Bank of America banku Merrill Lynch i przez J.P. Morgan Chase banku Bear Stearns⁴¹. Podobnie, umożliwiła przekształcenie Goldman Sachs i Morgan Stanley w holdingi bankowe, przez co lepiej poradziły sobie one z kryzysem.</p> | <p>Konsolidacji towarzyszy wzrost ryzyka systemowego oraz problem instytucji finansowych „zbyt dużych, by upaść”.</p> |
| <p>Umożliwienie instytucjom finansowym łączenia działalności w różnych</p> | <p>Główną przyczyną kryzysu był gwałtowny, niespotykany dotąd wzrost cen nieruchomości.</p> | <p>Banka spekulacyjna na rynku nieruchomości w istocie stała się przyczyną kry-</p> |

³⁷ M. Calabria, *Did Deregulation Cause the Financial Crisis?*, Cato Institute, http://www.cato.org/pubs/policy_report/v31n4/cpr31n4.pdf, s. 6 (dostęp: 01.12.2010).

³⁸ P. Gramm, *Deregulation and the Financial Panic*, *The Wall Street Journal* z 20.02.2009 r.

³⁹ M. Calabria, *Did Deregulation...*, *op. cit.*, s. 6.

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ B. Jackson, J. Miller, *Who Caused the Economic Crisis?*, *FactCheck.org* (dostęp: 01.12.2010).

| Argument | Uzasadnienie | Kontrargument |
|--|---|--|
| <p>sektorach rynku finansowego nie było przyczyną kryzysu <i>subprime</i>.</p> | <p>chomości, rozpoczęły jeszcze w 2000 r. i spowodowały faktem, że Bank Rezerwy Federalnej obniżył stopy procentowe, chcąc pobudzić gospodarkę⁴². Ponadto w okresie największej ekspansji kredytów klasy <i>subprime</i>, która przypadała na lata 2002–2007, kredyty te były dotowane przez rząd. Jako przykład przywołany jest fakt udzielenia przez Departament Budownictwa i Rozwoju Miejskiego (<i>Department of Housing and Urban Development</i>), w ramach programu taniego mieszkalnictwa, specjalnego wsparcia instytucjom zajmującym się sekurytyzacją kredytów hipotecznych – Freddie Mac i Fannie Mae⁴³. Ówczesna recesja, z którą walczył rząd, była o tyle szczególna, że mimo spadku wielkości inwestycji w gospodarce, sektor budowlany przeżywał ożywienie, dodatkowo podsycone ekspansywną polityką pieniężną i dotacjami rządowymi, co przyczyniło się do dalszego zwiększenia popytu (w tym spekulacyjnego) oraz cen nieruchomości⁴⁴.</p> | <p>zysu <i>subprime</i>, jednak była to jedna z przyczyn. Innym czynnikiem był natomiast obrót skomplikowanymi instrumentami finansowymi opierającymi się na kredytach hipotecznych (a w ostatecznym rozrachunku – na cenach nieruchomości). J. Bogle podkreśla, że tworzenie bardzo złożonych instrumentów finansowych w Stanach Zjednoczonych doprowadziło do nadmiernego rozwoju sektora finansowego gospodarki, rozumianego jako oderwanie przepływów pieniężnych od procesów w realnej gospodarce⁴⁵.</p> |

⁴² J. Pethokoukis, *Phil Gramm: I Didn't Cause the Subprime Crisis*, <http://money.usnews.com/money/blogs/capital-commerce/2008/3/31/phil-gramm-i-didnt-cause-the-subprime-crisis.html> (dostęp: 02.12.2010).

⁴³ A. Mian, A. Sufi, F. Trebbi, *The Political...*, *op. cit.*, s. 2.

⁴⁴ J. Pethokoukis, *Phil Gramm...*, *op. cit.*

⁴⁵ J.C. Bogle, *Enough. True Measures of Money, Business, and Life*, Wyd. Wiley, Hoboken, New Jersey 2008.

| Argument | Uzasadnienie | Kontrargument |
|--|--|---|
| U źródeł kryzysu <i>subprime</i> nie leżało zjawisko agresywnego udzielania pożyczek (<i>predatory lending</i>). | Przyczyną kryzysu było zjawisko nadmiernego zadłużania się amerykańskich gospodarstw domowych (<i>predatory borrowing</i>) ⁴⁶ . | Niewątpliwie nadmierne zadłużanie się społeczeństwa amerykańskiego było istotną przyczyną załamania, ale nie wyklucza to faktu, że równoważną jego przyczyną było także zaniżanie standardów udzielania kredytów. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J.C. Bogle, *Enough. True Measures...*, *op. cit.*, oraz D. Paletta, K. Scannel, Ten Questions for Those Fixing the Financial Mess, *The Wall Street Journal* z 10.03.2009 r.

⁴⁶ *Ibidem*.

*Depository Institutions*⁴⁷, która stała się kolejnym przejawem deregulacji rynku finansowego. Ustawa ta umożliwiła bankom udzielanie kredytów ARM (*Adjustable Rate Mortgage*), których stopa oprocentowania jest hybrydą stałej oraz zmiennej stopy procentowej. Dla przykładu, przez dwa lata obowiązuje stała stopa procentowa, po czym po upływie tego czasu zaczyna obowiązywać zmienne oprocentowanie, dostosowane do warunków rynku *subprime*. W okresie poprzedzającym kryzys *subprime* nastąpił gwałtowny wzrost udzielania tego typu kredytów (w 2007 r. 80% kredytów *subprime* stanowiły kredyty ARM⁴⁸), po czym po spadku cen nieruchomości dla kredytobiorców zaczęły się trudności z ich spłatą. Co więcej warto zauważyć, że amerykański nadzór finansowy nie wykrył licznych nadużyć związanych z udzielaniem kredytów ARM – banki, celem zachęcenia klientów w początkowych miesiącach obowiązywania umów kredytowych, naliczały bardzo niskie oprocentowanie, którego „wyrównanie” przypadło na okres spadku cen nieruchomości⁴⁹. Oprocentowanie ARM dla instytucji kredytowych oferujących kredyty *subprime* stało się narzędziem walki o klienta. Ponadto instytucje te przyciągały klientów tzw. opcją zmiennych płatności (*Payment Option ARM*), dopuszczającą indywidualny harmonogram spłat o różnej wysokości obciążeń, zależnie od sytuacji finansowej kredytobiorcy. Dopuszczone było również spłacanie przez nich obciążeń niższych niż należne odsetki, po czym o wspomnianą różnicę powiększane zostało zobowiązanie kredytowe – była to tzw. negatywna amortyzacja (*negative amortization*)⁵⁰, która, obok opcji zmiennych płatności, niewątpliwie stanowiła przejaw zaniżania standardów udzielania kredytów, nie wykrytego przez organy nadzoru finansowego.

Innymi przejawami zaniżania tych standardów nie wykrywanymi przez nadzór, bywały: rezygnacja z konieczności wkładu własnego na zakup nieruchomości, rezygnacja z systematycznego monitoringu dochodów kredytobiorcy, a w przypadku kredytobiorców o złej historii kredytowej – zadowalanie się przez banki jedynie odbyciem przez nich kredytowego kursu informacyjnego⁵¹. Agresywna ekspansja banków w segmencie kredytów *subprime* była przejawem zjawiska określanego jako „drapieżne udzielanie kredytów” (*predatory lending*)⁵². Dynamiczny wzrost rynku kredytów *subprime* może być zilustrowany faktem, że o ile w 1995 r. udział tych kredytów w całości kredytów hipotecznych sięgał oko-

⁴⁷ Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982, <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d097:H.R.6267> (dostęp: 09.01.2011).

⁴⁸ Dane Centre for Responsible Lending za: W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CEDEWU, Warszawa 2009, s. 70.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ K. Amadeo, *Did Fannie and Freddie Cause the Mortgage Crisis?*, http://useconomy.about.com/od/criticalissues/a/Fannie_Cause.htm (dostęp: 12.01.2011).

⁵¹ W. Nawrot, *Globalny...*, *op. cit.*, s. 74.

⁵² Federal Deposit Insurance Corporation, *Challenges and FDIC Efforts Related to Predatory Lending*, Report No. 06-011, Washington, June 2006.

ło 6% (ich wartość wynosiła około 170 mld USD), o tyle w 2005 r. udział ten wyniósł około 20% (ponad 600 mld USD)⁵³.

Zaniżanie standardów udzielania kredytów, a tym samym odebranie organom nadzoru prawnej podstawy ewentualnej interwencji, rozpoczęło się w Stanach Zjednoczonych jeszcze w latach 70. XX w. Wiązało się to z dążeniem do zwiększenia dostępności kredytów dla gospodarstw domowych o niższych dochodach oraz dla imigrantów. W 1975 r. wprowadzono ustawę *Home Mortgage Disclosure*⁵⁴, nakładającą na instytucje kredytowe obowiązek ujawniania informacji dotyczących akceptacji kredytowych ze względu na rasę, dochody i płeć. W 1977 r. wprowadzono ustawę *Community Reinvestment*⁵⁵, w świetle której banki zostały zobligowane do zwiększania świadczenia usług kredytowych mniejszościom narodowym, celem przeciwdziałania ich dyskryminacji⁵⁶. Jeśli dany bank nie wywiązywał się z tych wymogów, nadzorca mógł w konsekwencji np. nie wydać zgody na utworzenie nowego oddziału czy dokonanie fuzji lub przejęcia. Co więcej, na podstawie ustawy *Community Reinvestment* lokalna społeczność miała prawo wnieść do organów nadzoru sprzeciw, jeśli uznała, że udział kredytów dla mniejszości etnicznych w portfelu kredytowym banków był zbyt niski, a banki zostawały zobowiązane wówczas do negocjacji niższych standardów udzielania kredytów z daną społecznością, co dotyczyło np. wysokości wymaganego wkładu własnego. W ten sposób, paradoksalnie przy aprobacie nadzoru finansowego, w decyzjach kredytowych banków zaczęły odgrywać istotną rolę przesłanki etniczne, a nie rzeczywista analiza ryzyka kredytowego. W rezultacie następowało przesunięcie decyzji kredytowych od komórek zarządzania ryzykiem kredytowym w bankach do lokalnych społeczności. Co prawda ustawa *Community Reinvestment* dotyczyła zaledwie 9% udzielanych kredytów *subprime*⁵⁷, jest jednak uznawana za istotny katalizator ekspansji banków w bardzo ryzykowny segment rynku kredytowego⁵⁸. Ponadto badania przeprowadzone przez M. Barra, profesora prawa Uniwersytetu w Michigan, dowodzą, że 50% kredytów *subprime*

⁵³ Dane Inside Mortgage Finance za: Federal Reserve Bank of San Francisco, *Annual Report 2007*, s. 5.

⁵⁴ Home Mortgage Disclosure Act of 1975, <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-3030.html#6500hmda1975> (dostęp: 12.01.2011).

⁵⁵ Community Reinvestment Act, title VIII of the Housing and Community Development Act of 1977, www.ffiec.gov/cra/ (dostęp: 12.01.2011).

⁵⁶ F.J. Gonzales, *Banking on the Future: The Role of Banking and Financial Services in the Development of Minnesota's Immigrant and Minority Communities*, Hamline University School of Law 1999, s. 3.

⁵⁷ Joint Center for Housing Studies of Harvard University Database za: K. Park, *Subprime Lending and the Community Reinvestment Act*, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Cambridge 2008, s. 3.

⁵⁸ B.S. Bernanke, *The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges*, speech before the Community Affairs Research Conference, 30.03.2007 r.

udzielanych była przez instytucje finansowe *de facto* nie poddane nadzorowi federalnemu, w tym wyłączone spod ustawy *Community Reinvestment*⁵⁹.

3. ARCHITEKTURA NADZORCZO-REGULACYJNA A ZJAWISKO „AMERYKAŃSKICH DRZWI OBROTOWYCH”

W działaniach senatora Phillipa Gramma na rzecz deregulacji rynku finansowego oraz rozluźnienia nadzoru nad nim niektórzy analitycy⁶⁰ dopatrują się wpływu powiązań z bankami komercyjnymi i instytucjami finansowymi z Wall Street, które były zainteresowane liberalizacją architektury nadzorczo-regulacyjnej, pozwalającą im podejmować zwiększone ryzyko bez wymogu dodatkowych zabezpieczeń kapitałowych, celem maksymalizacji zysku⁶¹. Interakcje pomiędzy światem biznesu a światem polityki są definiowane jako zjawisko „amerykańskich drzwi obrotowych” (*revolving door syndrome*)⁶². Zjawisko to polegało na swoistej wymianie personelu pomiędzy biznesem a sceną polityczną – osoby, które działały w sektorze finansów, zajmowały następnie stanowiska w polityce. Styk polityki i biznesu mógł generować zachowania nieetyczne, szczególnie gdy osoby, które pracowały, dla przykładu, w instytucjach nadzorczych i regulacyjnych, kontynuowały swą karierę w komercyjnych instytucjach finansowych, a następnie powracały do pracy w organach nadzoru czy ciałach ustawodawczych⁶³.

Przejawem zjawiska „amerykańskich drzwi obrotowych”, a konkretnie swoistego „wynajmowania regulatorów”, było np. częste zatrudnianie przez fundusze hedgingowe osób zatrudnionych poprzednio w instytucjach nadzorczych i regulacyjnych, w szczególności w SEC⁶⁴. Osoby te zatrudniane były w charakterze ekspertów-konsultantów, a ich zadaniem oficjalnie była pomoc funduszom hedgingowym w jak najlepszym dostosowywaniu swojej działalności do regulacji nadzorczych⁶⁵. Według danych Reuters łącznie ponad trzydziestu byłych komisarzy SEC było zatrudnionych przez fundusze hedgingowe w charakterze doradców, natomiast wśród niższych rangą byłych pracowników zatrudnionych w Sekcji Inwesty-

⁵⁹ M.S. Barr, *Credit Where it Counts: The Community Reinvestment Act and Its Critics*, New York University Law Review, No. 80, s. 513.

⁶⁰ S. Labaton, E. Lipton, *Deregulator Looks Back, Unswayed*, The New York Times z 16.11.2008 r.

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² <http://antykorupcja.edu.pl/index.php?mnu=322&id=3799&p=1> (dostęp: 12.01.2011).

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ E. Chasan, S. Herbst-Bayliss, *INSIGHT-Former regulators find steady work with hedge funds*, <http://www.reuters.com/article/idUSN2923292820100630> (dostęp: 12.01.2011).

⁶⁵ *Ibidem*.

cyjnej SEC (*Investment Division*), zatrudnienie w funduszach *hedge funds* i *private equity* znalazło 80% z nich⁶⁶.

Na podstawie przywoływanych przykładów mogą być wyróżnione zasadniczo dwie formy syndromu „amerykańskich drzwi obrotowych”. Pierwszą z nich była wymiana personelu pomiędzy SEC a instytucjami zajmującymi się obrotem papierami wartościowymi, w tym funduszami hedgingowymi. W tym przypadku ryzyko konfliktu interesu zachodziło w sferze nadzoru nad tymi instytucjami. Drugą formą była wymiana personelu pomiędzy dużymi bankami a Departamentem Skarbu (*Treasury Department*). W tym przypadku ryzyko potencjalnego konfliktu interesów leżało w sferze podejmowania decyzji o udzielaniu pomocy publicznej dla banków, które popadły w trudności finansowe.

Zjawisko „amerykańskich drzwi obrotowych” oraz „wynajmowania regulatorów” budzi liczne kontrowersje. Z jednej strony mogło ono mieć pewien atut w postaci zwiększenia zaufania inwestorów do transakcji przeprowadzanych przy współudziale byłych wysokich rangą pracowników organów nadzoru. W celu obrony „amerykańskich drzwi obrotowych” przywoływany bywa także argument, że nieistotne było, kto świadczył usługi konsultacyjne, dopóki służyły one lepszemu przestrzeganiu regulacji nadzorczych. Zjawisko to mogło mieć jednak również skutki negatywne, jeśli zatrudniani przez nadzorowane instytucje finansowe byli funkcjonariusze instytucji nadzorczych podczas świadczenia swych usług konsultacyjnych wskazywali luki nadzorczo-regulacyjne oraz doradzali funduszom hedgingowym jak omijać istniejące przepisy. Raport sporządzony przez Generalnego Inspektora SEC potwierdza, że sytuacja taka była prawdopodobna⁶⁷.

Warto zwrócić uwagę, że zjawisko „amerykańskich drzwi obrotowych” zostało prawnie zakazane i wyeliminowane w odniesieniu do przedsiębiorstw działających na rynku papierów wartościowych zarejestrowanych w SEC. Dokonało się to na mocy ustawy *Sarbanes-Oxley* z 2002 r.⁶⁸, która została przyjęta w reakcji na nieprawidłowości związane z firmą Enron oraz WorldCom, celem przywrócenia zaufania inwestorów do rynku kapitałowego. W ustawie zaostrzono standardy *corporate governance* instytucji finansowych emitujących papiery wartościowe, a także wzmocniono procedury kontroli wewnętrznej oraz ujawniania informacji. Znalazł się w niej również zapis dotyczący niezależności audytorów zewnętrznych. Zapis ten mówi, że audytor zewnętrzny nie może być zaangażowany w żadną formę działalności audytowanej przez niego spółki⁶⁹, w tym nie może świadczyć na jej rzecz usług doradczych. Przepis ten jest niezwykle istotny, gdyż ustanawia ważny

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ T. McGinty, *SEC Lawyer One Day, Opponent the Next*, *The Wall Street Journal* z 05.04.2010 r.

⁶⁸ http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_bills&docid=f:h3763enr.tst.pdf (dostęp: 12.01.2011).

⁶⁹ *Ibidem*.

precedens dotyczący zachowywania niezależności audytorów zewnętrznych. Warto mieć na uwadze nasuwającą się analogię do zjawiska „amerykańskich drzwi obrotowych”, odnoszącego się do przepływu pracowników pomiędzy instytucjami nadzorczymi i regulacyjnymi a bankami i funduszami hedgingowymi. O ile w odniesieniu do przedsiębiorstw zarejestrowanych w SEC i firm świadczących dla nich usługi audytu zewnętrznego, zjawisko to zostało prawnie zakazane, o tyle miało miejsce nadal w sferze funkcjonowania instytucji nadzorczych i regulacyjnych w Stanach Zjednoczonych, które również odgrywały wobec nadzorowanych przez siebie instytucji finansowych rolę swoistych „audytorów”, ale działających z ramienia państwa. Ustawa *Sarbanes-Oxley* mogłaby w Stanach Zjednoczonych stanowić *benchmark* dla rozwiązań funkcjonujących w obszarze działania organów nadzoru finansowego oraz regulatorów. Obecnie w SEC wobec byłych wysokich rangą pracowników stosowany jest trwający rok zakaz reprezentowania przed tą instytucją podmiotów, w których były pracownik znalazł nowe zatrudnienie⁷⁰. Co więcej, wobec wszystkich byłych pracowników stosuje się również zakaz reprezentowania przed SEC interesów podmiotów, które dany pracownik nadzorował podczas okresu swego zatrudnienia w organie nadzoru⁷¹. Niemniej jednak kwestią do rozważenia pozostaje czasowy zakres obowiązywania pierwszego zakazu oraz rozciągnięcie drugiego zakazu także na podmioty, których dany pracownik bezpośrednio nie nadzorował w czasie swego zatrudnienia w SEC. Nawet jeśli powyższe rozszerzenie ograniczeń nie zostanie wprowadzone, to w celu zapewnienia większej transparentności wskazane byłoby przynajmniej wprowadzenie wymogu stawianego byłym pracownikom dotyczącego informowania SEC o ich nowych miejscach zatrudnienia⁷².

4. ARCHITEKTURA NADZORCZO-REGULACYJNA A MODEL FINANSOWANIA KAMPANII WYBORCZYCH

Rekrutacja do instytucji nadzorczych i regulacyjnych osób funkcjonujących w nadzorowanych podmiotach była w Stanach Zjednoczonych tylko jedną z form oddziaływania sektora finansów na scenę polityczną. Inną formą było zaangażowanie nadzorowanych instytucji finansowych w finansowanie kampanii politycznych. Badania przeprowadzone wspólnie przez naukowców z University of California, Berkeley i University of Chicago's Booth School of Business dowodzą, że w latach 2002–2006 tempo wzrostu finansowania kampanii wyborczych przez instytucje finansowe, specjalizujące się w udzielaniu kredytów hipotecznych,

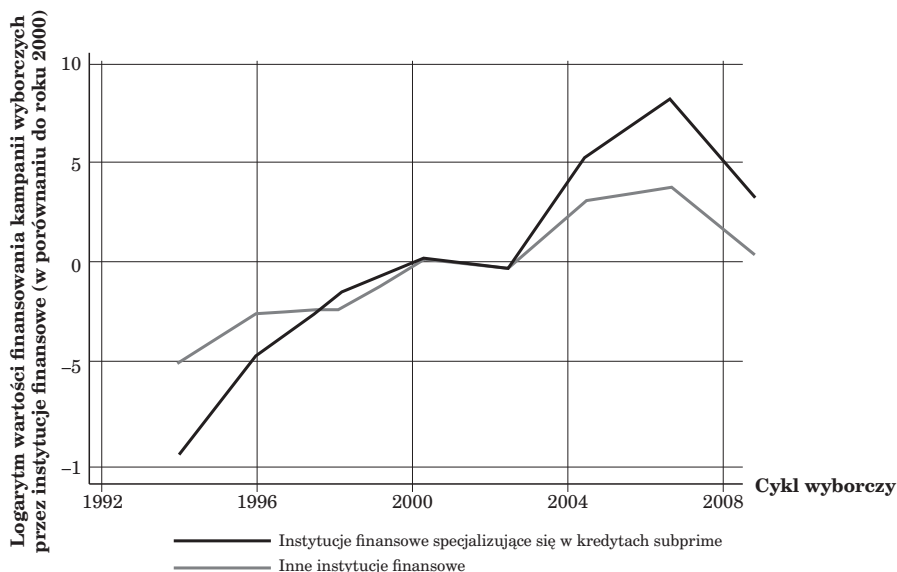
⁷⁰ T. McGinty, *SEC revolving door...*, *op. cit.*

⁷¹ *Ibidem.*

⁷² *Ibidem.*

było najwyższe wśród wszystkich rodzajów instytucji finansowych⁷³. Ilustruje to rysunek 1.

Rysunek 1. Tempo wzrostu finansowania kampanii wyborczych przez instytucje finansowe specjalizujące się w kredytach *subprime* oraz inne instytucje finansowe



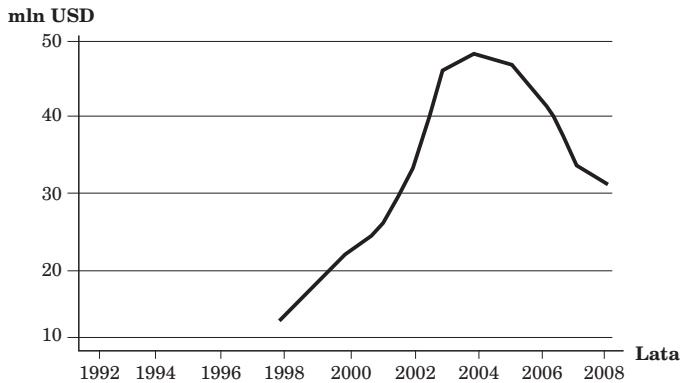
Źródło: A. Mian, A. Sufi, F. Trebbi, *The political...*, *op. cit.*, s. 37.

Na rysunku została przedstawiona dynamika wzrostu finansowania kampanii wyborczych przez instytucje finansowe, których głównym obszarem działalności są kredyty *subprime*, w porównaniu do analogicznego finansowania ze strony innych instytucji finansowych. Wyraźnie widać, że począwszy od roku 2000, znaczącą przewagę osiągnęło pierwsze z wyżej wymienionych źródeł finansowania tych kampanii. Według wyników powyżej cytowanych badań, grupą docelową instytucji specjalizujących się w kredytach hipotecznych *subprime* byli członkowie zarówno Partii Demokratycznej, jak i Partii Republikańskiej, którzy mieli w swych okręgach wyborczych znaczącą liczbę kredytobiorców *subprime*, co następnie mogło przełożyć się na kształtowanie przez tych polityków regulacji rynku finansowego w sposób, który satysfakcjonowałyby wyborców z ich okręgów wyborczych – zatem pod kątem ułatwiania dostępności tego rodzaju kredytów, a tym samym znaczącego za-

⁷³ N. Timiraos, *Study: Subprime Lending Fueled by Campaign Cash*, <http://blogs.wsj.com/developments/2010/06/22/study-subprime-lending-fueled-by-campaign-cash/> (dostęp: 03.12.2010).

niżania standardów ich przyznawania⁷⁴. Oddziaływanie na polityków mogło przebiegać zatem dwutorowo: z jednej strony presję mógł wywierać elektorat zainteresowany większą dostępnością kredytu oraz łagodniejszymi warunkami jego spłaty, a z drugiej strony oddziaływanie to mogło być wywierane przez instytucje finansowe specjalizujące się w kredytach *subprime*, za pośrednictwem dotacji przeznaczonych na kampanie wyborcze. Wysokość środków wydanych przez te instytucje na działalność lobbingową na rzecz zaniżenia standardów regulacyjno-nadzorczych jest zobrazowana na rysunku 2.

Rysunek 2. Wysokość środków przyznanych przez instytucje finansowe specjalizujące się w kredytach hipotecznych na działalność lobbingową na rzecz zaniżenia standardów regulacyjno-nadzorczych w latach 1998–2008 (w mln USD)



Źródło: A. Mian, A. Sufi, F. Trebbi, *The political...*, op. cit., s. 35.

PODSUMOWANIE

Podsumowując analizy zawarte w niniejszym opracowaniu, należy podkreślić, że wyłania się z nich teza, iż główna słabość przedkryzysowej architektury regulacyjno-nadzorczej w Stanach Zjednoczonych wiązała się z sukcesywną deregulacją rynku finansowego, a co za tym idzie – obniżaniem roli organów nadzoru. Wspomniana deregulacja zrodziła konsekwencje, które stały się katalizatorem kryzysu *subprime*. Po pierwsze, w jej wyniku nastąpiło zaniżenie standardów udzielania kredytów hipotecznych. Po drugie, bankom zezwolono na sekurytyzację portfela „złych” kredytów, przez co nastąpił transfer ryzyka kredytowego na sektor inwestycyjny i na sektor ubezpieczeń. Po trzecie, intensyfikacji obrotów strukturyzowanymi instrumentami finansowymi, opierającymi się na kredytach hipotecznych, nie

⁷⁴ *Ibidem*.

towarzyszyła odpowiednia reakcja ze strony regulatorów i nadzorców. Po czwarte, deregulacja doprowadziła do powstania luk w systemie nadzoru i regulacji w postaci *shadow banking*. Za tego rodzaju lukę (również będącą skutkiem procesu deregulowania rynku finansowego) należy ponadto uznać sferę działalności agencji ratingowych, nad którymi nadzór SEC okazał się nieefektywny.

Oprócz kwestii przeanalizowanych powyżej, znaczącą niedoskonałością charakteryzował się wreszcie sam system regulacji adekwatności kapitałowej, co przejawiało się brakiem odpowiednich wymogów kapitałowych wobec amerykańskich banków inwestycyjnych. Nieadekwatność tych wymogów wiązała się bowiem, po pierwsze, z nieuwzględnieniem w nich ryzyka nie odzwierciedlonego w bilansach tych banków, związanego z prowadzeniem spółek specjalnego przeznaczenia i obrotem strukturyzowanymi instrumentami finansowymi. Po drugie, nieadekwatność ta wynikała z braku dopasowania wspomnianych wymogów do rozmiarów ryzyka związanego ze stosowanym wysokim poziomem dźwigni finansowej oraz po trzecie – płynęła z nieobowiązkowego charakteru nadzoru skonsolidowanego, w ramach którego wymogi te obowiązywały (a co więcej, obowiązywały one w mało restrykcyjnej formie).

Oprócz deregulacji i nieadekwatności wymogów kapitałowych wobec banków inwestycyjnych, słabością przedkryzysowej architektury nadzorczo-regulacyjnej w Stanach Zjednoczonych było rozdrobnienie organów nadzoru, a ponadto brakowało właściwej koordynacji ich działań. Dodatkowo wspomniana architektura była osłabiana przez zjawisko „amerykańskich drzwi obrotowych”, jak również przez zjawisko finansowania kampanii wyborczych przez instytucje finansowe specjalizujące się w kredytach *subprime*.

Abstract

The aim of this article is to identify and analyze major weaknesses of the pre-crisis supervisory and regulatory architecture of the U.S. financial market. The main thesis emerging is that weakening the role of this architecture since 1970s has translated into a significant catalyst of the world financial crisis of 2007+. The article is divided into 4 sections. Section 1 focuses on the problem of dispersion of supervisory institutions (as well as inefficiencies of their coordination) and on the issue of regulatory outsourcing. The next section concerns the process of successive erosion of standards in the U.S. banks' credit policy, resulting from deregulation of the financial market. Both arguments for and against the deregulation are presented. Section 3 presents the phenomenon of the U.S. "revolving door", which pertains to conflicts of interests in functioning of the regulators and supervisors. Last, but not least, in section 4 the reader may find implications for financial market regulation and supervision resulting from the model of financing political campaigns.

Bibliografia

- Amadeo K., *Did Fannie and Freddie Cause the Mortgage Crisis?*
- Baram M., *Who's Whining Now? Gramm Slammed By Economists*, ABC News z 19.09.2008 r.
- Barr M.S., *Credit Where it Counts: The Community Reinvestment Act and Its Critics*, New York University Law Review, No. 80.
- Bernanke B.S., *The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges*, speech before the Community Affairs Research Conference, 30.03.2007 r.
- Bogle J.C., *Enough. True Measures of Money, Business, and Life*, Wyd. Wiley, Hoboken, New Jersey 2008.
- Calabria M., *Did Deregulation Cause the Financial Crisis?*, Cato Institute.
- Calomiris Ch., *Banking Crises and the Rules of the Game*, National Bureau of Economic Research WP, No. 15403/2009.
- Carow C.A., *Citicorp-Travelers Group merger: Challenging barriers between banking and insurance*, Journal of Banking & Finance, Vol. 25, No. 8/2001.
- Chasan E., Herbst-Bayliss S., *INSIGHT-Former regulators find steady work with hedge funds*.
- Giedeman D.C., *The Riegle-Neal Act and local banking market concentration*, International Advances in Economic Research, 1 November 2004.
- Gonzales F.J., *Banking on the Future: The Role of Banking and Financial Services in the Development of Minnesota's Immigrant and Minority Communities*, Hamline University School of Law 1999.
- Goodman L., *The Effects of the Repeal of the McFadden Act on Resource Allocation Within the International Bank*, Atlantic Economic Journal, Vol. 11, No. 2.
- Gramm P., *Deregulation and the Financial Panic*, The Wall Street Journal z 20.02.2009 r.
- Greenlee M.B., *Historical Review of 'Umbrella Supervision' by the Board of Governors of the Federal Reserve System*, FRB of Cleveland Working Paper, No. 08-07.
- Jackson B., Miller J., *Who Caused the Economic Crisis?*, FactCheck.org.
- Labaton S., Lipton E., *Deregulator Looks Back, Unswayed*, The New York Times z 16.11.2008 r.
- T. McGinty, *SEC Lawyer One Day, Opponent the Next*, The Wall Street Journal z 05.04.2010 r.
- Mian A., Sufi A., Trebbi F., *The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 16107, Chicago 2010.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CEDEWU, Warszawa 2009.
- Park K., *Subprime Lending and the Community Reinvestment Act*, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Cambridge 2008.
- Pethokoukis J., *Phil Gramm: I Didn't Cause the Subprime Crisis*.
- Timiraos N., *Study: Subprime Lending Fueled by Campaign Cash*.