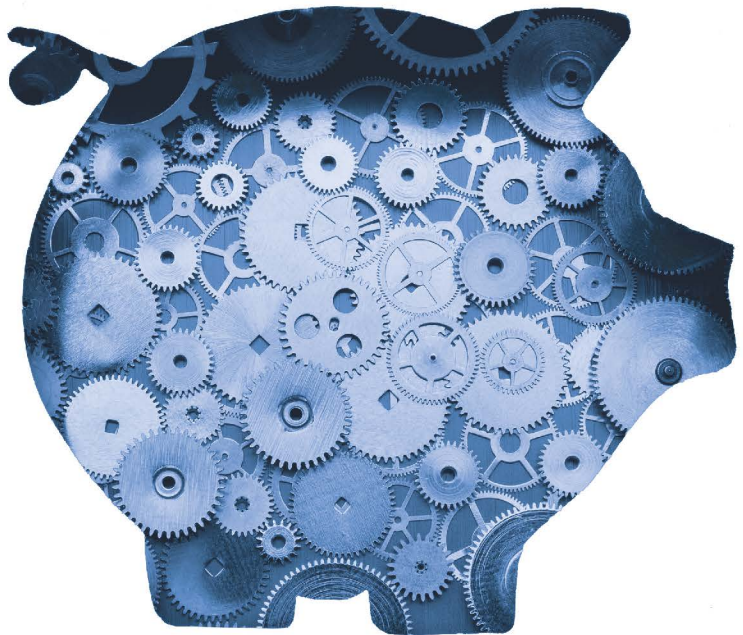


Ekonomia

Corporate governance **w sektorze bankowym**

Lekcje z upadku banku Lehman Brothers

Emilia Klepczarek



Corporate governance
w sektorze bankowym

**Lekcje z upadku banku
Lehman Brothers**



WYDAWNICTWO
UNIERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Corporate governance **w sektorze bankowym**

Lekcje z upadku banku Lehman Brothers

Emilia Klepczarek



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Emilia Klepczarek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

Sławomir Ireneusz Bukowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Ewa Siwińska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Emilia Klepczarek, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.07616.16.0.M

Ark. wyd. 9,0; ark. druk. 10,0

ISBN 978-83-8088-310-9

e-ISBN 978-83-8088-311-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Mądra krytyka oświeca, głupia gasi.
A. Fredro

Składam serdeczne podziękowania
Panu Profesorowi dr. hab. Piotrowi Urbankowi
za zawsze mądrą krytykę, życzliwość
i wszechstronne wsparcie

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1.	
Mechanizmy nadzoru korporacyjnego spółek sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych	13
1.1. Model <i>corporate governance</i> w spółkach amerykańskich	13
1.2. Specyfika nadzoru w sektorze finansowym	21
1.3. Prawne uwarunkowania nadzoru korporacyjnego w USA	27
1.4. Dobre praktyki <i>corporate governance</i> jako punkt wyjścia do rozważań o nieprawidłowościach nadzoru w banku Lehman Brothers	36
1.4.1. Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD	36
1.4.2. Zalecenia Komitetu Bazylejskiego	39
Rozdział 2.	
Modelowe założenia <i>corporate governance</i> a rzeczywistość ich implementacja w Lehman Brothers Holding	45
2.1. Wybór członków rady dyrektorów	45
2.2. Problematyka kreowania wartości dla akcjonariuszy	47
2.3. Skład i zakres kompetencji rady dyrektorów	49
2.4. Problem niezależności członków rady	54
2.5. System wynagradzania menedżerów banku	57
2.6. Polityka rachunkowości banku – założenia i realizacja programu Repo 105/108	66
2.7. Skuteczność nadzoru zewnętrznego	76
2.7.1. Obowiązki nakładane przez U.S. Securities and Exchange Commission i rzeczywistość ich realizacja przez bank Lehman Brothers	76
2.7.2. Problematyka wiarygodności ocen nadawanych przez agencje ratingowe	81

Rozdział 3.

Efektywność zarządzania ryzykiem w świetle przeprowadzonej analizy procesów nadzorczych **89**

- 3.1. Zakres działalności banku, rodzaje przeprowadzanych transakcji, struktura portfolio 89
- 3.2. Podstawowe miary ryzyka stosowane w Lehman Brothers 98
 - 3.2.1. Value at Risk (VaR) 98
 - 3.2.2. Risk Appetite 99
- 3.3. Stopniowa liberalizacja polityki zarządzania ryzykiem w okresie poprzedzającym upadek spółki 101
- 3.4. Zakres informacji przekazywanych radzie dyrektorów i aktywność Komitetu ds. Ryzyka 110

Rozdział 4.

Próby ratowania banku i ogłoszenie upadłości **117**

- 4.1. Koncepcja SpinCo 117
- 4.2. Zaangażowanie Rezerwy Federalnej 122
- 4.3. Ostateczny upadek spółki i przejęcie części aktywów przez Nomura Holding i Barclays Plc. 125

Rozdział 5.

Regulacje nadzoru w odpowiedzi na kryzys **135**

- 5.1. Raporty OECD i Komitetu Bazylejskiego 135
- 5.2. Ustawa Dodd-Frank Act 140
- 5.3. Reakcja rynku na nowe regulacje nadzorcze 143

Zakończenie 147

Bibliografia 151

Spis tabel 157

Spis schematów i wykresów 159

Wstęp

Niemal dekadę po załamaniu się rynków finansowych w następstwie tzw. kryzysu *subprime* w środowisku regulacyjnym wciąż obserwować można kolejne próby rewidowania obowiązujących rozwiązań legislacyjnych i *quasi*-legislacyjnych (tzw. *soft law*) sektora bankowego. Szczególnej weryfikacji poddawane są standardy funkcjonowania mechanizmów *corporate governance*¹, których słabości zostały uznane za jedną z najistotniejszych przyczyn kumulacji nadmiernego ryzyka w systemie finansowym w okresie poprzedzającym kryzys². W samych tylko Stanach Zjednoczonych od 2008 r. ukazało się już kilka rozbudowanych dokumentów regulujących ten obszar³; swoje stanowiska zajęły także instytucje międzynarodowe, takie jak OECD⁴ i Komitet Bazylejski⁵.

Odpowiedź rynków finansowych na zacieśnianie gorsetu regulacyjnego wydaje się być niesatysfakcjonująca. Na jaw wychodzą kolejne bulwersujące opinię publiczną praktyki nadzorców, zarządów i pracowników banków, takie jak manipulowanie stawką LIBOR, ukrywanie ryzyka związanego z przeprowadzanymi transakcjami czy dążenie do „uspołecznienia strat” poprzez propozycje opodatkowania depozytów (kazus

1 Zakres definicyjny pojęć „*corporate governance*”, „nadzór korporacyjny”, „ład korporacyjny” przedstawiono w rozdziale 1.

2 M. Marcinkowska, *Nowy ład w bankowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 44.

3 Patrz np. Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies z 2008, Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance oraz Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act z 2010, Principles of Corporate Governance 2012 z 2012 oraz Full CII Corporate Governance Policies z 2013.

4 Patrz np. OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, OECD, Paris 2010.

5 Patrz np. BCBS, *Principles for enhancing corporate governance*, BIS, Basel, October 2010.

Cypru). Potwierdza się tym samym prawidłowość, zgodnie z którą banki, wraz z pojawieniem się nowych regulacji, podejmują próby obchodzenia lub unikania narzuconych im rygorów⁶. Taka konstatacja rodzi naturalne pytanie o zasadność postulowanych uregulowań oraz ich zdolność do poprawy procesów nadzorczych w instytucjach sektora bankowego. Jak podkreślają badacze, istnieje niebezpieczeństwo poniesienia relatywnie wysokich nakładów finansowych na implementację ułomnych rozwiązań tylko po to, aby chronić reputację i wiarygodność organów nadzorczych, którym formalnie, w obliczu nowych nieuchronnych zagrożeń, nie będzie można wówczas zarzucić bezczynności⁷.

Celem postawionym w książce jest próba odpowiedzi na pytanie, czy obszar normatywny *corporate governance* uznać należy za niedostatecznie regulujący standardy nadzorcze. Autorka ograniczyła się do opisu regulacji rynku amerykańskiego, z którego zjawiska kryzysowe rozprzestrzeniły się później do większości gospodarek na świecie. Skonfrontowanie zasad obowiązujących w USA z analizą przypadku standardów nadzoru korporacyjnego w amerykańskim „gigancie” inwestycyjnym Lehman Brothers pozwoliło zająć stanowisko w dyskusji nad zarysowanym powyżej problemem. Spektakularne bankructwo banku potraktować można w tym przypadku jako rodzaj naturalnego eksperymentu dokonanego przez rynek. Należy przypuszczać, że jeśli w Lehman Brothers przestrzegano obowiązujących reguł, zakres regulacji był niewystarczający. Gdyby natomiast problem leżał w ich rzeczywistej implementacji, drogą do sanacji nadzoru powinny być raczej próby zwiększenia skuteczności egzekwowania zarówno twardego, jak i miękkiego prawa.

Niniejsza publikacja wypełnia tym samym istotną lukę literaturową w polskim piśmiennictwie. W Polsce nie ukazała się jeszcze monografia tak kompleksowo przedstawiająca zjawiska, które złożyły się na proces upadku banku Lehman Brothers z perspektywy nieefektywności mechanizmów *corporate governance*. Identyfikacja dysfunkcjonalności amerykańskiego systemu nadzoru nad działalnością sektora finansowego oraz próba ewaluacji reform pokryzysowych mogą zatem stać się przyczynkiem do dyskusji nad oceną regulacji wprowadzanych w Unii Europejskiej i Polsce.

Książka składa się z pięciu rozdziałów. W pierwszym przedstawione zostały ogólne determinanty obszaru ładu korporacyjnego spółek amerykańskich ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki funkcjonowania

6 M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Znaczenie regulacji i instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego dla stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt” 2011, nr 5, dodatek.

7 M. Pomerleano, *The Basel II concept leads to a false sense of security*, „Financial Times”, February 3, 2010.

podmiotów sektora bankowego. Obowiązujące standardy zreferowano zarówno na podstawie uwarunkowań historycznych, politycznych, rynkowych, jak i regulacji prawnych oraz kodeksów dobrych praktyk opublikowanych przez OECD oraz Komitet Bazylejski. Oparcie analiz z zakresu tzw. miękkiego prawa na zasadach OECD podyktowane zostało ich zharmonizowanym, uniwersalnym ujęciem stanowiącym punkt odniesienia dla innych tego rodzaju dokumentów. Natomiast zasady Komitetu Bazylejskiego stanowią *de facto* uszczegółowienie reguł opracowanych przez OECD i jako dokument dedykowany bezpośrednio instytucjom sektora finansowego stanowią istotny punkt wyjścia do dalszych rozważań.

W rozdziale drugim zestawiono założenia przyjętego przez Lehman Brothers modelu nadzoru korporacyjnego z rzeczywistym zakresem ich implementacji. Wskazano przy tym te obszary, które zakłócały prawidłową percepcję zagrożeń przez organy nadzorcze, przez co nie skłoniły kadry kierowniczej do wystarczającej dbałości o bezpieczeństwo powierzonego jej przez akcjonariuszy kapitału. Punkt odniesienia stanowią deklarowane koncepcje i reguły funkcjonowania ładu korporacyjnego, przyjęte i zaakceptowane przez radę dyrektorów lub wytyczone przez zewnętrzne instytucje nadzorcze, które formalnie miały być realizowane przez interesariuszy wewnętrznych spółki. Taki schemat analizy jest użyteczny dla zobrazowania wyraźnej dychotomii pomiędzy zasadami protokolarnie przyjętymi przez władze banku a wdrożonymi w praktyce przy podejmowanych przez niego działaniach.

W rozdziale trzecim autorka dokonała analizy realizacji założeń przyjętej przez bank polityki ryzyka, próbując jednocześnie ustalić, czy źródła licznych zaniechań w tym obszarze leżały w niewystarczających kompetencjach członków rady dyrektorów, czy też wynikały z ograniczonego dostępu do kluczowych informacji dotyczących sposobu realizowania przez bank agresywnej strategii wzrostu.

Rozdział czwarty ukazuje dramatyczną sytuację spółki, do której doszło na skutek opisanych wcześniej nieprawidłowości, i przedstawia próby ratowania banku w okresie bezpośrednio poprzedzającym ogłoszenie bankructwa. Rozdział ten stanowi zarazem podsumowanie rozważań dotyczących dbałości o kapitał powierzony kierownictwu przez interesariuszy zewnętrznych banku, dowodząc jednocześnie, że na każdym z etapów jego funkcjonowania – od poprzedzającej kryzys działalności operacyjnej, poprzez próby ocalenia spółki aż po procedury likwidacyjne – nadzorcy wykazali się daleko posuniętym lekceważeniem interesów akcjonariuszy, klientów i kontrahentów grupy Lehman Brothers.

W ostatnim rozdziale przedstawiono krytyczny przegląd regulacji wprowadzonych po turbulencjach na światowych rynkach finansowych zapoczątkowanych upadkiem Lehman Brothers. Autorka podjęła w nim

próbę oceny postulowanych przepisów pod kątem zdolności ich rzeczywistego oddziaływania na systemy nadzorcze i przywracania zaufania do podmiotów sektora bankowego.

Przeprowadzona w książce analiza jest próbą syntetycznego zestawienia tych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, które osłabiły pozycję rynkową jednego z największych banków amerykańskich, prowadząc ostatecznie do jego bankructwa. Autorka zwróciła uwagę na nieprawidłowości w tym obszarze, które okazały się być kluczowe w okresie niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych, potęgując ich oddziaływanie i nie uruchamiając w odpowiednim czasie stosownych działań zapobiegawczych. Przeprowadzone studium przypadku prowadzi do wniosku, że podstawową słabością sfery regulacyjnej *corporate governance* nie jest niedostateczny zakres przepisów, ale brak ich rzeczywistej precyzyjnej implementacji.

Rozdział 1

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego spółek sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych

1.1. Model *corporate governance* w spółkach amerykańskich

Skoncentrowanie niniejszego opracowania na kwestiach związanych z *corporate governance* wymaga zdefiniowania przedmiotowego terminu. Warto zauważyć, że pojęcie to przeszło długą drogę ewolucji – od swojego pierwotnego przedmiotu sprzed kilkudziesięciu lat odnoszącego się w głównej mierze do pojedynczych relacji między akcjonariuszami i menedżerami do znacznie szerszego układu zależności między stronami mającymi wpływ na istotne decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie¹. Zgodnie z najbardziej ogólną definicją, *corporate governance* oznacza kontrolę nad zarządzaniem w określonym podmiocie gospodarczym. Kontrola ta odnosi się w szczególności do odpowiedniego kształtowania procesów decyzyjnych, zwłaszcza w obszarach strategicznych. Podejmowane w przedsiębiorstwie decyzje odzwierciedlają interesy różnych stron, dlatego coraz częściej podkreśla się fakt, że problematyka władztwa korporacyjnego „wykracza poza interesy akcjonariuszy bądź udziałowców i jest szersza niż oddzielenie własności od zarządzania. Nie ogranicza się też do [...] kodeterminacji wspólnych decyzji podejmowanych przed przedstawiciele kapitału i pracowników. Trzeba raczej rozważyć sposób, w jaki przebiega proces decyzyjny ze wszystkimi jego procedurami szczegółowymi, a także, jakie narzuca on ograniczenia menedżerom”².

1 S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 159.

2 M. Lehler, *The German Model of Industrial Strategy in Turbulence: Corporate Governance and Managerial Hierarchies in Lufthansa*, Discussion Paper Series, WZB, Berlin 1996, s. 15, za: S. Rudolf, *Analiza...*, s. 159.

Tłumaczenie terminu „*corporate governance*” na język polski przysparza zarówno trudności definicyjnych, jak i semantycznych. W literaturze przedmiotu na określenie panujących w organizacji stosunków nadzoru i kontroli używa się sformułowań: „władztwo” lub „władanie korporacyjne”, „ład korporacyjny”, „nadzór korporacyjny”, względnie pozostawia się termin angielski w oryginalnym brzmieniu. Autorzy podkreślają, że każde z wymienionych tłumaczeń ogranicza w pewien sposób zakres znaczeniowy, nie oddając w pełni szerokiego horyzontu definicyjnego, zawartego w angielskim słowie „*governance*”³. Autorka nie zajmuje stanowiska w kwestii wyboru najtrafniejszego z postulowanych tłumaczeń i posługuje się przytoczonymi terminami wymiennie.

Historia kształtowania się anglosaskiego modelu władztwa korporacyjnego sięga XVIII w., kiedy ówczesny minister skarbu USA, Alexander Hamilton, zainicjował powstanie Society for Establishing Useful Manufactures (S.U.M.) – prywatnej korporacji sponsorowanej przez państwo, której *governance* był już bardzo podobny do układu występującego obecnie w Stanach Zjednoczonych⁴. Była ona zarządzana przez 13 dyrektorów, a 5 akcjonariuszy utworzyło niezależny komitet audytu, który posiadał prawo wglądu do dokumentacji finansowej i otrzymywania informacji dotyczących wszystkich istotnych spraw spółki⁵.

Także dzisiejsza formuła władztwa korporacyjnego w spółkach amerykańskich przewiduje monistyczny (jednopoziomowy) układ instytucji nadzorczych z radą dyrektorów liczącą przeciętnie kilkunastu członków. Komitet audytu natomiast ma być, przynajmniej w założeniu, najaktywniej działającym spośród wszystkich komitetów utworzonych w ramach rady. Dodatkowym obowiązkiem spółki jest również powołanie niezależnego audytora zewnętrznego.

Rada w korporacjach amerykańskich skupia dyrektorów wykonawczych (*executives directors*) – zwykle menedżerów wysokiego szczebla – i niewykonawczych (*nonexecutives*), reprezentujących interesy właścicieli akcji i innych grup interesariuszy. I chociaż obie grupy dyrektorów uzyskać muszą akceptację akcjonariuszy, to jednak rozproszona

3 Szerzej na ten temat: M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2014, s. 45–48.

4 Termin „model anglosaski” (inaczej „system otwarty” lub „model zorientowany na rynek”) odnosi się zarówno do rozwiązań stosowanych w USA, jak i w Wielkiej Brytanii. Są jednak pewne kategorie, którymi różnią się te dwa wzorce. W Wielkiej Brytanii, na przykład, podkreśla się wymóg lojalności dyrektorów wobec spółki (w przypadku USA jest to lojalność wobec akcjonariuszy), mniejszą również wagę przywiązuje się do rozróżnienia dyrektorów zarządzających i niezarządzających.

5 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 125.

struktura akcjonariatu i bierność w wykonywaniu praw wynikających z posiadania akcji sprawiają, że rzeczywista kontrola operacyjna pozostaje w rękach menedżerów. Amerykański model *corporate governance* w mniejszym stopniu zatem przywiązuje uwagę do bezpośredniego udziału akcjonariuszy w kontrolowaniu spraw spółki, znacznie większą rolę przypisując w tej kwestii rynkowi kapitałowemu, który, poprzez bieżące notowania akcji spółek i ryzyko przejścia firmy w drodze zwiększenia zakupów jej akcji, efektywniej dyscyplinuje zarządzających. Rynek kapitałowy jest instytucjonalnym mechanizmem informacyjno-pobudzającym, który przynajmniej w teorii zachęcać ma menedżerów do zachowań maksymalizujących notowania podmiotów⁶. W tej sytuacji miara, na podstawie której oceniana jest efektywność nadzoru, wynika niejako z nadrzędnej zasady powiększania wartości spółki dla akcjonariuszy (*shareholder value*). Tą miarą w przypadku spółek amerykańskich jest niemal zawsze wskaźnik zysku spółki przypadający na akcję (*earning per share*) oraz bieżący giełdowy kurs akcji spółki. W założeniu bowiem inwestorzy powierzają swój kapitał tym podmiotom, które zapewniają im najwyższą stopę zwrotu, co dodatkowo dyscyplinuje kadrę zarządzającą do podejmowania działań w kierunku zwiększenia rentowności i efektywności spółki.

Cechą charakterystyczną modelu amerykańskiego jest pełnienie przez radę spółki jednocześnie funkcji zarządzania operacyjnego i kontroli. Co więcej, na rynku amerykańskim w 2007 r. w przypadku 88% korporacji rolę przewodniczącego rady i dyrektora generalnego (*Chief Executive Director* – CEO) były pełnione przez tę samą osobę⁷. W tym obszarze rysuje się jednak tendencja do rozdzielania stanowisk i w roku 2015 w około połowie spółek indeksu S&P 500 dyrektor generalny nie pełnił jednocześnie funkcji przewodniczącego rady⁸. Przyjęta w USA koncepcja lidera i przekonanie o jego kluczowej roli w procesie zarządzania sprawiła, że CEO ma w amerykańskiej rzeczywistości gospodarczej decydujący głos zarówno w przypadku decyzji personalnych związanych z obsadzeniem stanowisk w radzie, jak i w pozostałych kwestiach dotyczących poszczególnych obszarów funkcjonowania spółki. Dlatego też, chcąc nieco złagodzić ten monopol na władzę dyrektora generalnego, powszechnie postuluje się, aby do rady powoływani byli niezależni dyrektorzy.

6 L. Balcerowicz, *Bitwa modeli*, „Wprost” 2000, nr 9/(900).

7 R. Czerniawski, A. Rapacka, *Pomiędzy prawem a finansami. Poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 272.

8 D. Block, A.M. Gerstner, *One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany*, University of Law School Seminar Paper, Spring 2016, s. 7–8.