



Lyubov Klapkiv

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej
w Lublinie, Polska
Centre of Research in Economics
of Grenoble, France
lyubov.klapkiv@mail.umcs.pl



Faruk Ülgen

CREG-University of Grenoble Alpes,
Grenoble, France
faruk.ulgen@univ-grenoble-alpes.fr

INSTYTUCJONALNE UWARUNKOWANIA NIESTABILNOŚCI NA RYNKU UBEZPIECZEŃ. STUDIUM PRZYPADKU HOLDINGU AMERICAN INTERNATIONAL GROUP, INC.

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-131-6/6>

Institutional determinants of instability in the insurance market: A case study of the holding company American International Group, Inc.

Abstract

The aim of the article is to analyze the institutional conditions of instability that occurred on the insurance market during the global financial crisis (GFC) on the example of the American International Group, Inc. The global financial crisis of 2007–2008 called into question the ability of liberalized financial markets to function in a stable manner in the long term and questioned the positive contribution of financial innovation to economic development. Numerous and varied factors played a role in this process: low interest rates, easy and accessible credit, loose regulations, “toxic” mortgage loans leading to high-risk financial operations in innovative products. As a result of the crisis, attention has shifted to the banking sector as it has been the most important source of instability in the financial market. The insurance sector is usually considered a minor player in the financial market but clearly regulated. The total assets of European Union banks in 2019 accounted for EUR 49.3 trillion, and the total assets of the EU insurance sector: EUR 12,706.1 billion. However, the case of AIG shows that the role of insurance companies in generating and spreading financial instability is underestimated. It can also be concluded that the insurance sector in the United States of America still remains insufficiently regulated. The collapse of AIG was a combination of defects and violations in the regulatory mechanisms and the lack of appropriate legislation, which allowed for the appearance of certain elements of fraud in the functioning of the insurance market.

Keywords: instability, institutionalism, financial market, financial innovation.

Sugerowane cytowanie:

Klapkiv, L. i Ülgen, F. (2022). Instytucjonalne uwarunkowania niestabilności na rynku ubezpieczeń. Studium przypadku holdingu American International Group, Inc. W: M. Lemkowska, M. Wojtkowiak (red.), *Sektor ubezpieczeń w obliczu wyzwań współczesności* (s. 83–97). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-131-6/6>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy (*global financial crisis*, GFC) lat 2007–2008 naruszył zdolność zliberalizowanych rynków finansowych do stabilnego funkcjonowania w długim okresie i zakwestionował pozytywny wkład innowacji finansowych w działalność gospodarczą podmiotów. W rozwoju tej sytuacji istotną rolę odegrały liczne i różnorodne czynniki, takie jak: niskie stopy procentowe, dostępny kredyt, liberalne regulacje, „toksyczne” kredyty hipoteczne, na podstawie których powstały operacje finansowe wysokiego ryzyka z wykorzystaniem innowacyjnych produktów. W następstwie GFC uwaga została skupiona na sektorze bankowym, ponieważ był on najbardziej wyrazistym źródłem niestabilności na rynku finansowym.

Kryzys finansowy w pierwszej dekadzie XXI w. podważył pozytywny charakter innowacji finansowych w ewolucji gospodarczej. Zorientowane na rynek mechanizmy regulacyjne zachęcają banki do krótkowzroczności strategicznej: przyjmowania rozwiązań wykraczających poza cel finansowania innowacyjnej działalności przedsiębiorczej i rozwijania samonapędzających się zachowań spekulacyjnych. Spekulacyjna „gorączka” zwykle wywołuje duże zamieszanie. Nowe konkurencyjne otoczenie nie zwiększa alokacyjnej efektywności gospodarki i okazuje się nie do pogodzenia ze stabilnością systemową.

W latach 2008–2012 Federalna Korporacja Ubezpieczeń Depozytów (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) zarejestrowała upadłość 465 banków (Federal Deposit Insurance Corporation, 2021). Największą kwotę dofinansowania (ok. 182 mld USD) otrzymała od rządu Stanów Zjednoczonych firma American International Group, Inc. (AIG), która była jedną z największych instytucji ubezpieczeniowych na amerykańskim rynku ubezpieczeniowym.

Sektor ubezpieczeniowy jest zwykle uważany za mniej istotnego gracza na rynku finansowym. Łączne aktywa banków Unii Europejskiej (UE) w 2019 r. stanowiły 49,3 bln EUR, a łączne aktywa sektora ubezpieczeniowego UE – 12 706,1 mld EUR (European Central Bank, 2020; European Insurance and Occupational Pensions Authority, 2020). Poza tym oba sektory rynku finansowego są uważane za szczególnie regulowane i nadzorowane. Przypadek AIG pokazuje jednak, że rola firm ubezpieczeniowych w generowaniu i rozprzestrzenianiu się niestabilności finansowej jest niedoceniana. Sektor ubezpieczeniowy w Stanach Zjednoczonych nadal cechuje się wadami regulacyjnymi. Upadek AIG był wynikiem połączenia wad i naruszeń w mechanizmie regulacyjnym i braku adekwatnej legislacji, co pozwoliło na wykroczenia w działalności podmiotów rynku ubezpieczeń.

Celem artykułu jest analiza uwarunkowań o charakterze instytucjonalnym, które panowały na rynku ubezpieczeń w Stanach Zjednoczonych w okresie GFC

i umożliwiły popełnienie czynów niedozwolonych przez holding American International Group, Inc. Szczególna uwaga została zwrócona na udział innych podmiotów i rolę państwa w rozwiązywaniu problemu.

Opracowanie składa się z trzech części: teoretycznego uzasadnienia instytucjonalnych zmian pod wpływem innowacji w ujęciu Schumpetera, pokazania związku między innowacjami finansowymi i niestabilnością, studium przypadku holdingu American International Group, Inc oraz podsumowania.

1. Instytucjonalne uwarunkowania niestabilności – podejście Schumpetera

Podejście instytucjonalne jest podstawą myśli ekonomicznej opracowanej przez Josepha Schumpetera. W *History of Economic Analysis* z 1961 r. (zwłaszcza w drugim rozdziale) Schumpeter przyjmuje instytucjonalną wizję i definiuje analizę ekonomiczną jako badanie tego, jak ludzie zachowują się w dowolnym czasie i jakie skutki ekonomiczne ma ich zachowanie (Schumpeter, 2006, s. 19). Autor podkreśla, że badanie ludzkich zachowań obejmuje nie tylko działania, motywy i skłonności, ale także instytucje społeczne, które są istotne dla decyzji ekonomicznych, takie jak: rząd, dziedziczenie własności, umowy itp. (Schumpeter, 2006, s. 19).

Analiza zmian ekonomicznych jest więc powiązana z analizą zmian instytucjonalnych (Festré i Nasica, 2009), ponieważ zarówno struktura gospodarcza, jak i innowacje są stale kształtowane poprzez zmianę struktury instytucjonalnej. Schumpeter utrzymuje, że kapitalistyczna ewolucja zmienia nie tylko istniejącą strukturę ekonomiczną, ale także bardziej fundamentalnie strukturę instytucjonalną społeczeństwa. Proces kapitalistyczny nie tylko niszczy własne ramy instytucjonalne, ale także stwarza warunki do powstania nowych ram (Schumpeter, 2003, s. 162). Zjawisko to jest historycznym procesem społecznym. Zmiany ekonomicznej nie można tłumaczyć tylko poprzedzającymi ją warunkami ekonomicznymi, lecz jest ona efektem przeszłych ogólnych uwarunkowań społecznych (Schumpeter, 1960, s. 91). Tworzą one środowisko instytucjonalne, w którym zmiany ekonomicznej nie da się zrozumieć za pomocą jakiegokolwiek analizy „ruchu okrężnego” (Schumpeter, 1960, s. 97). Według Schumpetera rozwój opiera się na nowych wytworach (nowych towarach, metodach produkcji, rynkach, organizacjach itp.), które dają początek przedsiębiorczym innowacjom. To, co naukowo jest nazywane postępem gospodarczym, zdaniem Schumpetera zasadniczo oznacza wycofanie zasobów produkcyjnych z dotychczasowych kierunków ich wykorzystania i przekierowanie na nowo powstałe aktywności (innowacje) (Schumpeter, 1928, s. 366).

Zmiany generujące rozwój są zjawiskami endogenicznymi i wynikają z autonomicznych decyzji podmiotów gospodarczych (Schumpeter, 1960, s. 92). Gospodarka kapitalistyczna jest nieustannie rewolucjonizowana od wewnątrz przez nowe pomysły przedsiębiorstw, tj. przez wprowadzenie nowych towarów, metod produkcji lub nowych możliwości handlowych do istniejącej struktury przemysłowej. Wszelkie istniejące struktury i warunki prowadzenia działalności gospodarczej podlegają ciągłym zmianom (Schumpeter, 2003, s. 31).

W przeciwieństwie do standardowych neoklasycznych modeli wzrostu, w których zmiany są spowodowane głównie szokami zewnętrznymi (szokami technologicznymi, czynnikami demograficznymi itp.), gospodarka rozwija się, zdaniem Schumpetera, w warunkach endogenicznych i nieliniowych skoków. Cykliczny charakter tworzenia innowacji przez przedsiębiorstwa prowadzi do destrukcji dotychczasowego układu gospodarczego. Ten proces jest jednak jednocześnie twórczy, ponieważ kapitalistyczna lokomotywa dąży do produkcji masowej. Stąd na pierwszy plan wysuwają się pozytywne skutki (technologicznych) innowacji dla całego społeczeństwa jako wynik kapitalistycznej dynamiki produkcji. Jest ona procesem zmian, których nie można badać w kategoriach teorii równowagi stanu. Schumpeter zauważa następnie, że kapitalizm nie jest doskonale konkurencyjnym procesem dostosowania rynku i w rzeczywistości kapitalistycznej, w odróżnieniu od jej podręcznikowego obrazu, nie liczy się klasyczny rodzaj konkurencji. Kluczową rolę odgrywa konkurencja oparta na nowych towarach, technologiach, źródłach zaopatrzenia lub nowej organizacji działalności, która zapewnia decydującą przewagę kosztową lub jakościową i która nie uderza tylko w marżę zysku i produkty istniejących firm, ale w podstawy ich funkcjonowania (Schumpeter, 2003, s. 84).

Tak więc ewolucja kapitalistyczna jest „drapieżnym” procesem konkurowania, który obejmuje także walkę o kontrolę w sferze finansowej (Schumpeter, 2003, s. 80). Proces ten jest determinowany przez innowacje przedsiębiorców, które nieustannie niszczą stary układ ekonomiczny. Jest to proces twórczej destrukcji, stanowiącej zasadniczy atrybut kapitalizmu. Konkurencja według Schumpetera realizuje się w zdecentralizowanej i prywatnej gospodarce. Zmiany w niej zachodzące nie prowadzą jednak do osiągnięcia stanu ogólnej równowagi.

Schumpeter twierdzi, że równoległe do swoich podstawowych cech instytucjonalnych (np. własność prywatna i prywatne kontrakty) kapitalizm rozwinął kluczowe narzędzie prowadzące do ekspansywnego procesu akumulacji. Narzędziem tym jest system kredytowy oparty na procesie kreacji kredytu (finansowanie przedsiębiorstwa przez kredyt bankowy) (Schumpeter, 2003, s. 167). Jest on zasadniczą częścią gospodarki kapitalistycznej, bez której „reszta w ogóle nie może być zrozumiana” (Schumpeter, 2006, s. 302). Ten *modus operandi* systemu monetarnego stanowi podstawę wszystkich założeń ekonomicznych. Ka-

pitalizm jest więc formą gospodarki opartej na zasadzie własności prywatnej, w której innowacje są dokonywane za pomocą pożyczonych pieniędzy, co silnie implikuje kreację kredytu (Schumpeter, 1939, s. 223). Jak podkreśla Arthur W. Marget (1951), działanie instytucji monetarnych wpływa na wielkość i kierunek przepływów pieniężnych, a ponieważ życie gospodarcze jest właśnie systemem przepływów pieniężnych, zmiany gospodarcze są ściśle powiązane ze zmianami monetarnymi.

2. Innowacje finansowe i niestabilność

Badania pokazują, że w wysoce zliberalizowanym środowisku niezdrowa konkurencja między instytucjami finansowymi może prowadzić do innowacji opierających się na podejmowaniu nadmiernego ryzyka, a następnie podsycających niestabilność finansową (Burlamaqui i Kregel, 2005; Hellman, Murdock i Stiglitz, 2000). Liberalne/zderegulowane otoczenie generuje określone naciski instytucjonalne i konkurencyjne, które (poprzez jego strategie innowacyjne) kształtują (nie)korzystne zachowania pośredników finansowych, a tym samym (nie) wpływają na mechanizmy finansowania produktywnej działalności przedsiębiorczej, które z kolei kształtują ścieżkę rozwoju gospodarczego.

Innowacje finansowe rozwijają się właściwie pod dwoma rodzajami presji. Banki wprowadzają innowacje, po pierwsze, w odpowiedzi na ograniczenia regulacyjne w krajach, a po drugie, aby zapobiec konkurencji ze strony innych pośredników finansowych, którzy wchodzą na rynki dzięki polityce liberalizacji rynku. Liberalizacja finansowa zwiększa konkurencję podmiotów i skłania instytucje finansowe do wprowadzania innowacji w celu obrony swoich udziałów w rynku lub wejścia na nowe rynki. W danym środowisku instytucjonalnym podmioty łączą te dwa zjawiska i tworzą nowe produkty finansowe. W takim stopniu, w jakim bariery regulacyjne/technologiczne między różnymi podmiotami, rynkami i gospodarkami narodowymi się niwelują, innowacje finansowe mnożą się. Proces ten napędza bezprecedensową ekspansję rynków finansowych – liczne instrumenty hedgingu lub finansowe instrumenty pochodne są generowane po to, aby umożliwić podmiotom zabezpieczenie ich pozycji przed różnymi rodzajami ryzyka. Te nowe instrumenty i techniki umożliwiają również przekształcanie różnych rodzajów ryzyka w nowe pozycje finansowe, które są „ustrukturyzowane” w celu zmniejszenia indywidualnego ryzyka, wynikającego z kolei z nowych produktów finansowych. Korzystanie z akredytyw bankowych typu *standby* zwiększa zbywalność instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty niebankowe. W takiej „bankowości pozabilansowej” działają

ność obejmuje zobowiązania, które zwykle nie są zaliczane do aktywów lub zobowiązań zgodnie z konwencjonalnymi procedurami. Dlatego takie innowacyjne praktyki zwiększają ryzyko, jakie banki podejmują w dążeniu do wyższych zwrotów.

Warto zauważyć, że innowacje finansowe niekoniecznie są związane z tworzeniem nowej wartości dodanej. Wiążą się one przede wszystkim z pragnieniem zwiększenia szybkości i zakresu spekulacyjnych zwrotów, np. krótkoterminowych operacji zysku. Pod tym względem innowacje finansowe wydają się być szczególnym rodzajem innowacji, różniącym się od innowacji przedsiębiorczych Schumpetera zarówno pod względem logiki, jak i potencjalnych konsekwencji dla rozwoju gospodarczego. W zliberalizowanym finansowo środowisku spekulacyjne oczekiwania związane z dążeniem do zysku są napędzane przez nowe możliwości i skłaniają banki do wspierania określonych operacji, takich jak transakcje *leveraged buy out* i aktywa zabezpieczone nieruchomościami. Taka strategia przekłada się na większe zaufanie do pożyczkodawców, którzy zajmują dużo bardziej ryzykowne pozycje i akceptują aktywa o niskiej rentowności, podczas gdy pożyczkobiorcy finansują nowe inwestycje poprzez emisję nowych zobowiązań na wysoce otwartych pozycjach. Ta ewolucja opiera się na optymistycznych oczekiwaniach dotyczących łatwych do osiągnięcia zysków spekulacyjnych. Staje się to wówczas zasadą powszechnie akceptowaną przez uczestników rynku i określa racjonalne standardowe zachowania i przekonania. Zamiast kwestionować znaczenie wysoce spekulacyjnych, oportunistycznych wyborów krótkoterminowych, uczestnicy rynku uważają, że „proces” może trwać bez obaw systemowych. Wynikająca z tego konwencja determinuje racjonalne zachowanie, które przyjmuje się za efektywne na poziomie mikro. Jak zaznaczył William O. Douglas (1936) w swojej wypowiedzi, kiedy tradycja prowadzenia działalności się utrwali, prawnicy, bankierzy i księgowi mają tendencję do akceptowania jej bez wahania. Staje się ona właściwym sposobem postępowania, ponieważ wszyscy się go trzymają od wielu lat. Konwencje przyjęte w różnych zawodach są zbyt często akceptowane bez badania ich społecznych lub ekonomicznych konsekwencji. Etyka sytuacyjna dostosowuje się w subtelny sposób do wymogów tradycji.

W tym kontekście samoregulacja jest postrzegana jako odpowiedni sposób zapewnienia makroefektywności rynków. Wydaje się jednak, że niezależnie od mechanizmów nadzoru stosowanych przez władze publiczne nad jednostkami podejmującymi decyzje na poziomie mikroekonomicznym, w schemacie mikroostrożnościowym zachęty nie zapobiegają nieuczciwym zachowaniom jednostek, odzwierciedlając bardzo ograniczony horyzont prywatnych oczekiwań. Takie zniekształcenie jest możliwe poprzez nowe spekulacyjne produkty i procesy finansowe, które są oparte na oczekiwanym wzroście cen aktywów i przekształcają relacje finansowania w schematy Ponziego à la Minsky (Ülgen, 2013). Zgodnie

z tym schematem w poszukiwaniu zysków kapitałowych w okresie przed kryzysem 2007–2008 gospodarka stała się „bańką” opartą na lewarowaniu zadłużenia związanego z nieruchomościami (Hudson, 2010). Reżim akumulacji przesuwają się zatem w kierunku bardziej spekulacyjnych możliwości, wspieranych przez krótkoterminowe operacje finansowe. Z tej perspektywy dynamika innowacji kapitalizmu o charakterze „finansializacji” opiera się na sekurytyzacji, która jest charakterystyczna dla zaawansowanych systemów finansowych. Na rozwiniętych rynkach finansowych banki wprowadzają innowacje zarówno w produktach, jak i w procesie sekurytyzacji, tworząc papiery finansowe w celu strukturyzowania wcześniej udzielonych kredytów. Te papiery wartościowe są sprzedawane jako solidne narzędzia inwestycyjne, wysoko oceniane przez prywatne agencje ratingowe. W związku z tym fundusze inwestycyjne mogą wykorzystywać te papiery wartościowe jako zabezpieczenie dla nowych pożyczek lewarowanych, które są również połączone z krótkoterminowymi papierami dłużnymi zabezpieczonymi aktywami, a następnie powodować silne powiązania między złożonymi produktami a uczestnikami rynku.

W przeciwieństwie do podejścia liberalnego (np. Kaminsky i Schmukler, 2003), zgodnie z którym liberalizacja finansowa i późniejsze innowacje muszą poprawić efektywność działania rynków finansowych poprzez ograniczenie ryzyka i kanalizowanie oszczędności w kierunku „społecznie” opłacalnych inwestycji, boom finansowany spekulacyjną euforią po roku 2000 generował wszechobecne przeobrażenia w portfelach, których poziom płynności spadał. To ponownie prowadziło do endogenicznej niestabilności finansowej, ponieważ wzrost liczby towarzystw inwestycyjnych na rynku finansowym w latach 80. doprowadził do dużego popytu na krótkoterminowe, rynkowe zobowiązania przedsiębiorstw. Łącznym efektem tych dwóch wydarzeń był wzrost finansowania spekulacyjnego. Wykupy lewarowane często obejmowały obligacje typu PIK, tj. kapitalizację odsetek (znane jako finanse Ponziego) (Minsky, 1992, s. 19).

3. Istotne cechy działalności AIG Financial Product Corporation (AIGFP)

Pierwszą kwestią, którą należy omówić, jest struktura organizacyjna AIG i kondycja finansowa. Przed kryzysem finansowym AIG było złożoną, zdywersyfikowaną, jednolitą spółką holdingową typu *thrift* (konglomerat finansowy) ze zdywersyfikowanymi liniami biznesowymi, wśród których warto wymienić ubezpieczenia na życie, majątkowe, emerytalne, usługi finansowe

i usługi zarządzania aktywami. Akcje spółki były notowane na giełdach w Nowym Jorku, Irlandii i Tokio. Badając ryzyka firmy, Office of Thrift Supervision (OTS) w USA¹ w 2007 r. oceniła kondycję konglomeratu jako bardzo dobrą, ponieważ firma miała wysoki wskaźnik kapitału, wykazywała zyski i potężne przepływy pieniężne. Nie było wątpliwości, że firma jest w stanie zapewnić skuteczne wsparcie strategiczne, zarządcze i kapitałowe dla wszystkich swoich podmiotów zależnych (Office of Thrift Supervision, 2007).

W 2007 r. AIG była największą firmą ubezpieczeniową na świecie pod względem wartości giełdowej. Zgodnie z raportem finansowym, w 2007 r. AIG posiadała aktywa o wartości 1,061 bln USD, dochód netto w wysokości 6,20 mld USD oraz 74 mln klientów na całym świecie (AIG, 2007). Jako firma ubezpieczeniowa AIG została uznana za wzorcowy model nadzorczych wymogów kapitałowych opartych na ryzyku. Agencje ratingowe potwierdziły kondycję finansową i wiarygodność kredytową tej firmy, przyznając AIG ocenę „Aaa” (Moody’s od 1986 r.) oraz AAA (S&P od 1983 r.).

W ramach strategii dywersyfikacji, angażującej AIG w działalność pozaubezpieczeniową (szczególnie na rynkach kapitałowych), utworzono specjalną spółkę – AIG Financial Product Corporation (AIGFP), będącą filią AIG Group. AIGFP koncentrowała się na różnorodnych pozagiełdowych instrumentach pochodnych, transakcjach finansowania strukturyzowanego oraz innowacyjnych produktach finansowych, które zazwyczaj obejmują operacje na międzynarodowych rynkach walutowych, towarowych, energetycznych, kredytowych i kapitałowych. Spółka zależna emitowała **swapy ryzyka kredytowego (CDS)**, które pozostawały poza nadzorem ubezpieczeniowym, bez finansowego zabezpieczenia wstępnego lub innej rezerwy na wypadek strat, ponieważ były traktowane jako działalność nieubezpieczeniowa. Uzasadnienie dla CDS było oparte na zarządzaniu ryzykiem inwestycyjnym **transz super senior wielosektorowych papierów dłużnych** (*collateralized debt obligations, CDO*), zabezpieczonych **kredytami hipotecznymi typu subprime**. CDS miały gwarantować zobowiązania dłużne dla ich nabywcy, który nie był „właścicielem” kredytu, którego dotyczyło „niespłacenie”. Za sprawą wysokiego ratingu emitenta (tzn. AIG) emitowane papiery CDS stały się instrumentem spekulacyjnym, który mógł przynieść zarówno straty, jak i zyski instytucjom finansowym oraz innym inwestorom. W zamian za wpłaty w postaci premii spółka AIGFP była zobligowana zwrócić inwestorowi (zrekompensować) takie zobowiązanie dłużne w przypadku niewykonania pierwotnego zobowiązania kredytowego. Taki mechanizm gwarancji finanso-

¹ AIG Holding nie był regulowany przez powszechny regulator ubezpieczeniowy, ale przez Urząd Nadzoru Gospodarczego (Office of Thrift Supervision). OTS nadzorował zarówno holdingi, jak i instytucje oszczędnościowe. Dlatego OTS obejmował swoim nadzorem także takie znane firmy jak: General Electric, AIG Inc., Ameriprise Financial, American Express, Morgan Stanley i Merrill Lynch.

wej, który reprezentowały swapy ryzyka kredytowego, sprawił, że stały się one o wiele bardziej atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów, ponieważ wydawały się praktycznie pozbawione ryzyka (z uwagi na gwarancję spółki AIGFP). Mimo tego w przypadku wystąpienia znacznych strat (niespłaconych kredytów) CDS mogły istotnie zagrozić stabilności finansowej ich emitentów, a nawet ją zakłócić (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, s. 132). Wśród głównych nabywców swapów ryzyka kredytowego były potężne instytucje finansowe ze Stanów Zjednoczonych, w szczególności Goldman Sachs, i Unii Europejskiej (12 największych banków komercyjnych).

Do 2007 r. AIGFP aktywnie kontynuował emisję zabezpieczeń CDS na rynkach kredytów hipotecznych *subprime* i *alternative A-paper*. Tylko w 2005 r. łączny udział tych operacji wyniósł w działalności podmiotu ok. 80%. Jednak w połowie 2007 r. w działalności holdingu zaczęły pojawiać się problemy. Ich źródłem były rosnące wymagania inwestorów dotyczące złożenia zabezpieczenia. Zgodnie z warunkami założonymi w operacjach ze swapem ryzyka kredytowego, wezwania inwestorów do złożenia zabezpieczenia przez emitenta mogły być uruchamiane na żądanie – nawet wtedy, gdy nie było rzeczywistych strat gotówkowych (np. w *super-senior tranches* CDO, na ryzyku których został zbudowany derywat). W 2007 r. niektórzy właściciele CDS-ów AIG dokonali oficjalnego wezwania do złożenia zabezpieczenia, z żądaniem miliardów dolarów. Największe kwotowe wymagania wystosował Goldman Sachs (1,8 mld USD), Société Générale (40 mld USD) i UBS (67 mld USD) (Goldman Sachs, 2010).

W 2007 r. AIGFP odnotował stratę operacyjną w wysokości 11 mld USD, głównie z powodu niezrealizowanych strat w wycenie rynkowej, związanych z portfelem CDS AIGFP, opartych głównie na *super-senior tranches* CDO (AIG, 2007, s. 36).

3.1. Analiza przyczyn kryzysu w działalności AIG Financial Product Corporation

Wiele czynników złożyło się na powstanie krytycznej sytuacji w działalności AIG Financial Product Corporation. Po pierwsze, bańka na rynku kredytów hipotecznych i niezrównoważony wzrost cen mieszkań w Stanach Zjednoczonych były częściowo konsekwencją irracjonalnej polityki rządu, związanej z dwoma zjawiskami: strategią generowania nowego sektora wzrostu (ryнку mieszkaniowego) po upadku „dotcomów” na początku XXI w. Rząd federalny USA zachęcał obywateli do zaciągania kredytów hipotecznych na zakup domów, a banki – do udzielania kredytów na znacznie korzystniejszych warunkach. Zabrakło decyzji rządu, by powstrzymać ryzykowne udzielanie kredytów *subprime* i sekurytyzację.

Po drugie, finansjalizacja na fali liberalizacji rynku finansowego doprowadziła do nowego zjawiska, które zostało określone jako „zbyt duże, by można było nim zarządzać i je nadzorować” (*too big to be managed and supervised*). Struktura AIG jako finansowej spółki holdingowej, obejmującej zdywersyfikowaną działalność, wymagała poświęcenia jednakowej uwagi każdemu z jej podmiotów zależnych. Podmioty zależne AIG, które zajmowały się sekurytyzacją wierzytelności, nabywały papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Jednocześnie AIG było ubezpieczycielem ryzyka finansowego tych podmiotów zależnych, a w celu sfinansowania operacji skupu wierzytelności były wykorzystywane środki, które powinny być skierowane przez AIG na gromadzenie zabezpieczenia. Z kolei swapy ryzyka kredytowego, które zostały wyemitowane przez podmioty zależne udzielające sekurytyzacji wierzytelności jako pozagiełdowe instrumenty pochodne, pozostawały poza uwagą organu nadzoru państwowego, ale także poza skutecznym nadzorem Banku Rezerwy Federalnej.

Po trzecie, istotny jest aspekt behawioralny w podjęciu decyzji przez zarząd AIG. Proces podjęcia decyzji w dużym stopniu został obciążony ograniczeniami poznawczymi. Zarząd AIG podejmował wysoko ryzykowne decyzje, które, jak wynika z licznych raportów, w dużym stopniu były wynikiem „arogancji biznesowej”. W 2007 r. w swapy ryzyka kredytowego zostały wbudowane instrumenty pochodne na kwotę 79 mld USD, w tym 64 mld USD w kredyty hipoteczne typu *subprime*, a 19 mld USD zostało przydzielonych na CDO, głównie na ryzykownych zabezpieczeniach o ratingu BBB (The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, s. 268). Kierownictwo wyższego szczebla kontynuowało sprzedaż CDS-ów nawet po ostrzeżeniach i nie wiedziało lub nie zwracało uwagi na to, że produkty te zawierały postanowienia dotyczące wezwania do uzupełnienia zabezpieczenia. Zachęty do dalszego generowania spekulacyjnych operacji o wysokiej rentowności były zbyt atrakcyjne.

Po czwarte, wartość aktywów zabezpieczających została istotnie przeszacowana z powodu dużego zaufania do instytucji rynku finansowego. Panowało przekonanie, że ryzyko braku wykonania płatności z tytułu obligacji, które były ubezpieczone przez swapy AIG, nie zrealizuje się. Według podstawowych modeli wewnętrznych AIG prawdopodobieństwo niewypłacalności wynosiło ok. 0,15%. Jednocześnie AIG Financial Products opierała się na modelu aktuarialnym, który nie dostarczał narzędzia do monitorowania rzeczywistej wartości rynkowej CDO. Według prywatnych szacunków Goldman Sachs, w 2007 r. średni spadek wartości rynkowej obligacji AIG wynosił ok. 15% (Goldman Sachs, 2010). Był to sygnał, że z jednej strony cena obligacji AIG została na początku przeszacowana, co stworzyło bańkę cenową na rynku aktywów, która doprowadziła rynek do irracjonalnego popytu. Z drugiej zaś strony późniejsze korekty

cen rynkowych potwierdziły lukę tego mechanizmu ochronnego (sekurytyzacji), jaki został zaprojektowany przez zarząd AIG.

Po piąte, powszechny brak przejrzystości bilansów największych instytucji finansowych i wysoki poziom wzajemnych powiązań między nimi spowodowały powstanie ryzyka systemowego i efektu domina na rynkach finansowych. W przypadku AIG wzajemne powiązania między dużymi instytucjami finansowymi mogły wywołać efekt „zakażenia”, ponieważ ekspozycja na ryzyko dotyczyła 12 największych banków międzynarodowych (zarówno amerykańskich, jak i europejskich) oferujących wiele rodzajów produktów finansowych. Mogłoby to przenieść się na sektor bankowy, powodując wzrost wymogów kapitałowych dla banków (kontrahentów AIG) w Unii Europejskiej, co miałoby negatywny wpływ na stabilność europejskiego systemu bankowego.

Po szóste, ujawniły się oszustwa i brak kompetencji ze strony agencji ratingowych w kwestii adekwatności oceny i przyznania ratingów swapom ryzyka kredytowego i papierom wartościowych zabezpieczonym hipoteką. W momencie, gdy na rynkach finansowych pojawiły się trudności, rating długów AIG został gwałtownie obniżony.

Czynniki te odzwierciedlają brak uczciwych relacji biznesowych i przejrzystej komunikacji na rynkach finansowych, co podważa wiarygodność instytucji finansowej i stawia pod znakiem zapytania spójność organizacji i zarządzania działalnością rynkową w odniesieniu do użyteczności społecznej tych instytucji i ich wpływu na stabilność systemową.

3.2. Rozwiązanie problemu AIG Financial Product Corporation

Przypadek AIG ujawnił nie tylko chciwe zachowania spekulacyjne, które dominowały w strategiach instytucji, ale także negatywne skutki nieracjonalnej polityki publicznej w odniesieniu do monitorowania i kontroli spółek holdingowych. Zjawisko to charakteryzowało nie tylko okres przed GFC, ale także następujące po GFC lata zawirowań. Amerykański Skarb Państwa wydał ok. 182 mld USD na ratowanie AIG, podczas gdy AIG wypłaciła ok. 165 mln USD na premie dla kadry kierowniczej (Amadeo, 2020).

Kolejna kluczowa kwestia dotyczy obszaru legislacji, ponieważ interwencja rządu została określona jako „niekonstytucyjna” i „nielegalna”. W zamian za pożyczkę w wysokości 85 mld USD z Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku rząd przejął ok. 79,9% akcji AIG (Stempel, 2017). Rząd mianował również 2 z 13 dyrektorów. Zapobieżenie bankructwu z wykorzystaniem pieniędzy podatników zostało zakwestionowane, ale były dwa główne powody tej decyzji rządu:

- pomoc nie mogła być uzależniona od gotowości wierzycieli AIG do zaakceptowania strat z tytułu niedotrzymania lub zamknięcia kontraktów z AIG,
- ponieważ AIG było firmą międzynarodową, która 1/3 swoich przychodów czerpała z Azji Wschodniej, rząd miał problemy z reorganizacją procesów biznesowych na poziomie międzynarodowym. Poza tym długoterminowy charakter umów ubezpieczeniowych na życie zawieranych przez AIG sprawił, że natychmiastowe porozumienie było prawie niemożliwe (Congressional Oversight Panel, 2010).

Wszyscy uczestnicy sektora finansowego mieli świadomość zagrożenia, jakie AIG stanowiła dla gospodarki, oraz tego, że bankructwo spowodowałoby niestabilność na rynku finansowym, wzrost kosztów kredytów, spadek zamożności gospodarstw domowych i obniżenie wyników gospodarczych (Congressional Oversight Panel, 2010, s. 106). Bankructwo tej firmy, jako jednego z największych graczy na rynku ubezpieczeniowym (i finansowym), mogło też spowodować materializację ryzyka systemowego na rynkach finansowych w USA i na całym świecie. Źródłem ryzyka systemowego generowanego przez aktywność AIG były:

- wysoka liczba sprzedanych CDS-ów na CDOs,
- papiery komercyjne AIG dla funduszy powierniczych rynku pieniężnego,
- niespłacanie polis ubezpieczeniowych na życie, zdrowotnych i majątkowych,
- utrata zaufania inwestorów i zaufania do rynku finansowego w ogóle.

W przypadku AIG podmioty zaangażowane w sekurytyzację nie wzięły na siebie odpowiedzialności finansowej, co wzmocniło pokusę nadużycia wśród pozostałych uczestników rynku. Alternatywą było hybrydowe rozwiązanie prywatno-publiczne, ale rząd zdecydował się na *bailout* publiczny.

Bailout AIG został zakwestionowany w 2012 r., kiedy akcjonariusze AIG (m.in. Maurice „Hank” Greenberg) wytoczyli proces rządowi USA. Kwestia sporna dotyczyła granic interwencji rządu w prywatny biznes. Pozew obejmował dwa aspekty: pierwszy dotyczył zbyt dużej kwoty, którą AIG było zmuszone zapłacić swoim kontrahentom pod naciskiem Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, co wykreowało zysk dla Banku w postaci 2/3 udziału w rekomendowanych zapłatach rezydualnych z tytułu kontraktu CDS AIG i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Drugi zarzut dotyczył podziału akcji (20:1 *reverse stock split of common shares*), który posłużył jako obejście głosów akcjonariuszy zwykłych poprzez uwolnienie akcji zwykłych, które zostały wyemitowane na rzecz trustu (Starr International Co, 2012). Akcjonariusze AIG przegrali sprawę. Wywołało to falę krytyki takiej formy wsparcia rządowego. Argumentowano, że rząd jako monopolista w kwestii przyznawania wsparcia ma przewagę nad odbiorcami, co skłania do nadużyć (Casey i Posner, 2015, s. 6). Można wnioskować, że obecny system regulacji działalności podmiotów rynku finansowego nie tworzy przejrzystych ram prawnych dla zarządzania w warunkach realizacji pesymistycznych scenariuszy na rynku.

Podsumowanie

Innowacje finansowe, które powstają w warunkach zliberalizowanej gospodarki kapitalistycznej, opierają się głównie na spekulacyjnych, krótkoterminowych mechanizmach tworzenia zysku i powodują szybką ekspansję operacji finansowych. Hyman P. Minsky (1986) uważa, że stabilizacja niestabilnej gospodarki kapitalistycznej byłaby możliwa, gdyby na rynkach finansowych zostały wdrożone uniwersalne reguły regulacyjne. Analiza Minsky'ego w sposób spójny rozwija tezę Schumpetera o ewolucji kapitalizmu.

Przypadek AIG pozwala sformułować kilka kwestii, które powinny być instytucjonalnie rozwiązane, aby zapobiec podobnym sytuacjom w przyszłości:

1. Zawsze istnieje konflikt publicznych i prywatnych interesów. Interesy prywatne muszą być ograniczone zakresem interesów publicznych, aby zapewnić stabilność systemową wykraczającą poza perspektywę mikro. Stabilność sektora finansowego jest dobrem publicznym, które musi być chronione przez prawo.
2. Rachunkowość i transparentność są kluczowymi elementami w gospodarce rynkowej.
3. Każdy uczestnik rynku finansowego musi ponosić odpowiedzialność za szkody (zarówno podmioty prywatne – agencje ratingowe, przedsiębiorstwa, jak i publiczne instytucje nadzorujące).
4. Publiczne wsparcie finansowe musi mieć jasne kryteria i podstawy prawne przyznawania, aby zapobiec pokusie nadużycia wśród podmiotów prywatnych.

Bibliografia

- Amadeo, K. (2020). *AIG bailout, cost, timeline, bonuses, causes, effects. Why it made bernanke angrier than anything else in the recession*. Pobrane z <https://www.thebalance.com/aig-bailout-cost-timeline-bonuses-causes-effects-3305693>
- AIG (American International Group). (2007). *Annual Report 2007*. Pobrane z https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/a/NYSE_AIG_2007.pdf
- Burlamaqui, L. i Kregel, J. (2005). Innovation, competition and financial vulnerability in economic development. *Brazilian Journal of Political Economy*, 25(2), 5–22. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200002>
- Casey, A. J. i Posner, E. A. (2015). *A framework for bailout regulation*. University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics, *Research Paper*, no 724. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2564259>

- Congressional Oversight Panel. (2010). *The AIG rescue, its impact on markets and the government's exit strategy*. Washington: US Government Printing Office. Pobrane z <https://fraser.stlouisfed.org/title/aig-rescue-impact-markets-government-s-exit-strategy-5139>
- Douglas, W. O. (1936). *Address of William O. Douglas*. Commissioner, Securities and Exchange Commission at Luncheon of The Club of Washington at University Club.
- European Central Bank. (2020). *Consolidate banking data*. Pobrane z <https://sdw.ecb.europa.eu/browseExplanation.do?node=9689685>
- European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2020). *Balance sheet*. Pobrane z https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/insurance-statistics_en
- Federal Deposit Insurance Corporation. (2021). *Failed Bank List*. Pobrane z <https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/>
- Festré, A. i Násica, E. (2009). Schumpeter on money, banking and finance: An institutionalist perspective. *The European Journal of the History of the Economic Thought*, 16, 325–356. <https://doi.org/10.1080/09672560902891101>
- Goldman Sachs (2010). *Valuation & pricing related to initial collateral calls on transactions with AIG*. Pobrane z <https://www.goldmansachs.com/media-relations/in-the-news/archive/response-to-fcic-folder/valuation.pdf>
- Hellman, J., Murdock, K. i Stiglitz, J. (2000). Liberalization. Moral hazard in banking, and prudential regulation: are capital requirements enough?. *American Economic Review*, 90(1), 147–165.
- Hudson, M. (2010). The transition from industrial capitalism to a financialized bubble economy. *Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*, 627, 1–34. Pobrane z https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_627.pdf
- Kaminsky, G. L. i Schmukler, S. L. (2003). *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization*. NBER Working Paper no. 9787. The World Bank Development Research Group Investment Climate Team. Pobrane z <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19217/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Marget, A. W. (1951). The monetary aspects of the Schumpeterian system. *The Review of Economics and Statistics*, 33, 112–121. Reprint w: J. C. Wood (ed). (1991). *Joseph A. Schumpeter: Critical assessments* (s. 180–196). London: Routledge.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Minsky, H. P. (1992). *The capital development of the economy and the structure of financial institutions*. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, 72.
- Office of Thrift Supervision. (2007). *Holding company report of examination*. Pobrane z https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2007-06-11%20OTS%20Holding%20Company%20Report%20of%20Examination%20of%20AIG.pdf
- Schumpeter, J. A. (1928). The instability of capitalism. *The Economic Journal*, 38, 361–386.
- Schumpeter, J. A. (1960). *Teoria rozwoju gospodarczego*. Warszawa: PWN.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles*. McGraw-Hill Book Company, Inc., NY.
- Schumpeter, J. A. (2003). *Capitalism, socialism and democracy*. London: Taylor&Francis.
- Schumpeter, J. A. (2006). *History of economic analysis*. London: Taylor&Francis.
- Starr International Co. (2012). *Starr International Co., individually and derivative-ly on behalf of American International Group, inc., plaintiff, v. Federal Reserve*

- Bank of New York, defendant, American International Group, inc., Nominal defendant.* (S.D.N.Y. Nov. 19, 2012). Supreme Court, No. 13–316. Pobrane z <https://case-text.com/case/starr-intl-co-v-fed-reserve-bank-of-ny-3>
- Stempel, J. (2017). Court denied shareholder claim against AIG bailout case led by Starr's Greenberg. *Insurance Journal*. Pobrane z <https://www.insurancejournal.com/news/national/2017/05/09/450396.htm>
- The Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The financial crisis inquiry report*. Pobrane z <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>
- Ülgen, F. (2013). Institutions and liberalized finance: is financial stability of capitalism a pipedream?. *Journal of Economic Issues*, 47(2), 495–504. <https://doi.org/10.2753/JEI0021-3624470223>