

Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách: Glass-Steagall Act versus Dodd-Frank Act[#]

*Petr Musílek**

Cílem příspěvku je vysvětlit institucionální odezvy na finanční krize. Léčba finančního systému, postiženého finanční krizí, projevující se nedostatečnou likviditou, masivní insolventností finančních institucí, prudkým nárůstem volatility cen investičních instrumentů včetně zhroucení jejich hodnot a zamrznutím alokace finančních prostředků, obvykle vyvolává poptávku veřejnosti po realizaci takových změn ve finančním systému, které omezí možnost opakování finanční krize v budoucnosti. Řešení rozsáhlé a hluboké finanční krize nespočívá totiž pouze v koncipování a realizaci záchranných programů, zabraňující bezprostřednímu rozvratu celého finančního systému, ale je především nutné opětovně vrátit důvěru ve finanční systém, čehož lze dosáhnout různými způsoby. Jedním ze způsobů je provedení zásadní finanční reformy. V tomto příspěvku bude věnována pozornost reformám v institucionálním uspořádání finančních trhů, které se realizovaly po vypuknutí Velké hospodářské krize a globální finanční krize, a to na příkladu amerického finančního trhu.

Odezva Velké hospodářské krize – Glass-Steagall Act

V druhé polovině 20. let minulého století vypukla na americkém akciovém trhu investiční horečka, vedoucí k nafouknutí akciové cenové bubliny, která začala splaskávat v říjnu 1929. Investiční spekulace byla převážně financována z vypůjčených prostředků. Velmi rozšířenou investiční metodou byl nákup akcií na úvěr (margin trading), kdy až do výše 90 % kupní ceny akciových instrumentů byl poskytován bankovními institucemi úvěr, což znásobovalo poptávku po akciových instrumentech a vedlo k enormnímu nárůstu akciových kursů koncem 20. let na amerických akciových trzích. Ovšem nakonec se stalo nevyhnutelné, když v říjnu 1929 začaly ceny akcií výrazně klesat a na trzích vypukla panika. Klíčový burzovní index DJIA se doslova zřítil z hodnoty 381,17 bodu v roce 1929 na 41,22 bodu v roce 1932, což znamenalo, že hodnota akcií ztratila téměř 90 %. Cenové zotavení amerického akciového trhu trvalo až do poloviny padesátých let minulého století, kdy akciový index DJIA opět dosáhl maximální hodnoty z roku 1929. Vzhledem k tomu, že banky se výrazně podílely na financování akciového boomu, začaly se po zhroucení cen akcií dostávat do značných problémů. Vkladatelé velmi rychle pochopili dopad burzovního krachu na banky a chtěli co nejrychleji vybrat své vklady, což vedlo k následné nelikviditě bank a jejich úpadkům. Po burzovním krachu a rozšíření bankovní paniky vypukla Velké hospodářská krize, která se projevila nejen výrazným poklesem ekonomické aktivity, ale i ztrátou důvěry veřejnosti ve stabilitu amerického ekonomického a politického systému.

Burzovní krach, podvody a machinace na trzích cenných papírů, bankroty bank, hluboká ekonomická krize a vysoká nezaměstnanost podlomily důvěru americké veřejnosti v tržní

[#] Příspěvek byl zpracován v rámci řešení výzkumného projektu GAČR P402/10/0289 *Nestabilita finančních trhů a efektivnost jejich regulace*.

^{*} Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <musilek@vse.cz>.

system, což se odrazilo v prezidentských volbách v roce 1932, ve kterých výrazným způsobem zvítězil demokratický kandidát Franklin Delano Roosevelt. Volby nepřinesly pouze běžnou výměnu vládnoucí politické garnitury, ale zejména dramatický obrat ve veřejném mínění na úlohu státní regulace, což se odrazilo v novém ekonomickém programu nazvaném New Deal. Autoři tohoto programu pohlíželi na hospodářskou krizi 30. let jako na důsledek nestability tržního systému. Řešení spatřovali v silných státních zásazích do volné hry tržních sil a v reformách téměř všech ekonomických aktivit. Již dva dni po nástupu do úřadu (6. 3. 1933) uzavřel prezident Roosevelt všechny banky a jeho administrativa provedla jejich bleskovou kontrolu a jednoduché „přelicensování“, přičemž 2 000 bank bylo okamžitě zrušeno. O týden později mohly některé banky, které byly likvidní, přerušit tyto „bankovní prázdniny“ a opětovně otevřít své pobočky (těchto bank bylo celkem 12 000). Banky s určitými problémy (3 000 bank) mohly být otevřeny později, a to až se staly opět likvidními.

Enormních státních zásahů nebyly ušetřeny ani trhy cenných papírů. Ještě v roce 1933 byl přijat nový Bankovní zákon (Banking Act of 1933), který na desítky let výrazně ovlivnil institucionální uspořádání amerického finančního systému. V témže roce vstoupil v platnost i zákon o cenných papírech (Securities Act of 1933), který uzákonil zejména povinnost registrace nových emisí cenných papírů a povinné zveřejňování informací při primární emisi. O rok později byl přijat zákon o burzách cenných papírů (Securities Exchange Act of 1934), který nejen přijal další rozšíření informačních povinností emitentů, a to i na sekundárních trzích, ale především vytvořil nezávislou Komisi pro cenné papíry a burzy (Securities and Exchange Commission), vybavenou velmi silnými pravomocemi pro výkon sekundární regulace a dohledu amerického trhu cenných papírů. V roce 1935 byl přijat Federal Reserve Act, který upravil fungování amerického centrálního bankovníctví, což podrobně rozebírá Revenda (1999). V následujícím roce Maloney Act of 1936 dále zvýšil pravomoc Komise pro cenné papíry a burzy i o regulaci mimoburzovního trhu. Z uvedeného výčtu je zřejmé, že ve třicátých letech nová americká vláda dospěla k poznání, že tržní ekonomika je náchylná k tržnímu selhávání, které musí být napravováno regulací. V další části příspěvku se budeme podrobněji věnovat pouze Bankovnímu zákonu z roku 1933.

Americké komerční banky měly v 19. a na počátku 20. století povoleny pouze komerční obchody (přijímání vkladů a poskytování krátkodobých úvěrů). Naopak investiční firmy nepotřebovaly v tomto období žádné licence pro provozování investičních obchodů. Dokonce nebyly zakládány ani jako korporace (akciové společnosti), ale zpravidla měly formu partnerství. Tyto investiční firmy vlastnili jednotlivci, kteří měli značný majetek v jiných oblastech podnikání a volné peněžní prostředky používali pro obchodování a spekulaci s cennými papíry. „Zlatou érou“ amerického investičního bankovníctví bylo období bezprostředně po občanské válce, kdy byly založeny investiční domy J. P. Morgan, Lehman Brothers, Kuhn Loeb a Goldman Sachs, které pomáhaly získávat kapitál nejen v USA, ale také v zahraničí, pomocí něhož byla financována mohutná industrializace americké ekonomiky v období mezi občanskou válkou a 1. světovou válkou. Od 20. let minulého století akciový boom na Wall Street přilákal komerční banky na spekulativní investiční trhy a komerční banky začaly stále více pronikat i do oblasti investičního bankovníctví. Začátkem 20. století našeho století došlo k velké liberalizaci v americkém bankovníctví a McFadden Act z roku 1927 umožnil úplnou integraci investičního a komerčního bankovníctví.

Zásadní institucionální reformu amerického finančního trhu přinesl v reakci na Velkou hospodářskou krizi v roce 1933 nový Bankovní zákon. Tento zákon je v bankovní komunitě

nazýván jako **Glass-Steagall Act**, zkráceně GSA (1933)¹, poněvadž jeho tvůrci byli senátor Carter Glass a člen Sněmovny reprezentantů Henry Steagall². Vlna bankrotů bank v letech 1929-33 a skandály se zneužíváním neveřejných informací vytvořily obrovský politický tlak na minimalizaci nelegálních obchodů, potlačení konfliktu zájmů a vytvoření méně rizikového finančního systému. Např. Steagall (1932, s. 3963) při obhajobě nutnosti změn bankovního zákonodárství v únoru 1932 ve Sněmovně reprezentantů tvrdil, že „... Velcí bankéři, kteří získali monopol na moudrost a dobrou morálku, zneužili Federální rezervní systém. Přestali poskytovat služby veřejnosti a soustředili se na spekulaci, při které se projevila jejich nečestnost, ignorance a nesvědomitost ...“.

Glass – Steagall Act výrazně ovlivnil institucionální uspořádání amerického finančního systému, a to konkrétně prostřednictvím § 16, § 20, § 21 a § 32 Bankovního zákona z roku 1933. Za klíčové změny Glass-Steagalova zákona ve 30. letech minulého století bylo nutné zejména považovat:

- Zákaz komerčním bankám, které byly členy Federálního rezervního systému, ručit, distribuovat a obchodovat s akcemi a s dluhopisy na vlastní účet a riziko. Tento zákaz se netýkal státních cenných papírů, municipálních dluhopisů a depozitních certifikátů a dluhových cenných papírů, které byly schváleny regulačními orgány (§ 16, Banking Act of 1933).
- Zákaz komerčním bankám, které byly členy Federálního rezervního systému, spojovat se s firmami, které se angažovaly v oblasti investičního bankovníctví (§ 20, Banking Act of 1933).
- Zákaz firmám, které podnikaly v oblasti investičního bankovníctví, angažovat se v oblasti komerčního bankovníctví (§ 21, Banking Act of 1933).
- Zákaz personální propojování komerčních bank a investičních firem (§ 32, Banking Act of 1933).

Glass-Steagall Act byl zcela evidentně produktem své doby, která se projevila burzovním krachem, obrovským množstvím bankovních úpadků, Velkou hospodářskou krizí a ztrátou důvěry veřejnosti ve stabilitu finančního, ekonomického a politického systému USA. Tato finanční reforma představovala snahu o vytvoření nového finančního systému, který zabrání podobnému krachu v budoucnosti.

Podle obhájců nového finančního uspořádání měl Glass-Steagall Act čtyři základní cíle:

- I. *Obnovit důvěru v komerční bankovníctví.* Mnoho vkladatelů ztratilo v období Velké hospodářské krize důvěru v univerzální banky. Model odděleného bankovníctví byl považován za opatření, které výrazně zvýší důvěryhodnost komerčních bank.
- II. *Zabránit toku finančních prostředků z komerčního bankovníctví do spekulativních obchodů investičního charakteru.* Obhájci nového bankovního zákona tvrdili, že univerzální banky v období před vypuknutím Velké hospodářské krize používaly vklady

¹ Někdy je také označován jako Glass-Steagall Act II. (GSA II.), poněvadž již v roce 1932 byl přijat první Glass-Steagallův zákon, který byl však zaměřen na měnovou oblast. Glass-Steagall Act z roku 1932 umožnil Federálnímu rezervnímu systému rediskontovat různé druhy cenných papírů (např. státní dluhopisy nebo komerční papíry). V tomto příspěvku budeme zkoumat zákon z roku 1933 a budeme pro něj používat názvy Glass-Steagallův zákon (popř. Glass-Steagall Act), GSA nebo Bankovní zákon z roku 1933 (Banking Act of 1933).

² Někteří autoři nazývají tento zákon pouze jako Glass Act, poněvadž duchovním otcem rozdělení bankovníctví byl především C. Glass. H. Steagall příliš nepodporoval oddělené bankovníctví, avšak měl zájem o zavedení pojištění depozit, a proto se připojil k této legislativní úpravě.

svých klientů v rizikových a spekulativních investičních obchodech, což při následném zhroucení tržních cen akcií způsobilo hromadnou insolventnost univerzálních bank. Obrovská expanze spekulativních obchodů univerzálních bank byla považována za jeden z faktorů, který přispěl k burzovnímu krachu v roce 1929.

III. Eliminovat konflikty zájmů. Předkladatelé nového bankovního zákonodárství uváděli, že v rámci univerzální banky se vyskytuje jak konflikt zájmů mezi emisními obchody a správou aktiv, tak i konflikt zájmů při obchodování s cennými papíry. Konflikt zájmů mezi emisními obchody a správou aktiv měl být údajně před přijetím Glass-Steagall Act značně rozšířen. V čem spočívá podstata tohoto typu konfliktu zájmů? Předpokládejme, že univerzální banka uzavřela se svým klientem ručitelkou emisní smlouvu, ve které se zavázala, že od něj odkoupí vydané cenné papíry za předem stanovenou cenu. Univerzální banka realizovala tento typ emisního obchodu na vlastní účet a riziko s cílem, že tyto cenné papíry se ziskem prodá na sekundárním trhu. Při snaze o tento prodej se však často ukázalo, že banka špatně stanovila emisní cenu a že vlastní nadhodnocené cenné papíry. Za normální situace by univerzální banka měla vykázat z tohoto obchodu ztrátu. Bankéři však údajně vynalezli jednoduché řešení. Nadhodnocené cenné papíry byly prodány klientům, pro které banka prováděla správu aktiv. Univerzální banka tímto způsobem zneužila svého postavení správce aktiv a výrazně poškodila zájmy svých klientů, protože přenesla vlastní ztráty na své klienty, kterým spravovala jejich investiční majetek. Naopak konflikt zájmů při obchodování s cennými papíry vyplýval ze skutečnosti, že univerzální banky disponovaly velkým množstvím informací. Vzhledem k tomu, že univerzální banky vedly účty a poskytovaly úvěry velkému počtu klientů, získávaly banky neveřejné informace o finanční situaci a obchodních záměrech firem, jejichž instrumenty se obchodovaly na sekundárních trzích. Investiční oddělení univerzálních bank získávaly „zdarma“ neveřejné informace z komerčního bankovníctví, které využívaly při obchodování na sekundárních trzích. Univerzální banky pak dosahovaly na základě těchto neveřejných informací kapitálových zisků na úkor investorů, kteří tyto informace nevlastnili. Konflikt zájmů při obchodování s cennými papíry podlomil důvěru v čestnost investičních obchodů.

IV. Omezit ekonomickou moc bank. V USA sílila obava, že došlo k nadměrné koncentraci ekonomické moci do několika velkých univerzálních bank. Vládní představitelé očekávali, že se tyto velké banky budou snažit o lobbystickou politiku, což by mohlo mít negativní ekonomické i politické dopady.

Glass-Steagall Act přežil několik útoků odpůrců. Mezi největší teoretické odpůrce patřil např. Benston (1990, s. 123), který uváděl, že „... Skutečnosti neodpovídá rozšířené mínění, že v období před Glass-Steagallovým zákonem bylo plné podvodů a konfliktů zájmů bank, zabývajících se investičními obchody. Existuje jen málo důkazů o těchto nekalých praktikách a ty se převážně týkají nebankovních institucí ...“. Kritici GSA se rovněž domnívali, že oddělení komerčního a investičního bankovníctví bylo nepřiměřenou reakcí na bankovní krizi 30. let. Myšlenkovým východiskem GSA byla totiž bankovní teorie nazývaná „real bills doctrine“, která tvrdí, že veškeré bankovní operace kromě přijímání vkladů a poskytování krátkodobých komerčních úvěrů mají spekulativní charakter, přičemž komerční banky by měly mít úplně zakázáno angažovat se na trzích cenných papírů. Tato teorie často sloužila k objasnění nutnosti vyčleňování spekulativních obchodů (investičních obchodů nebo středně- a dlouhodobých úvěrových obchodů) do nebankovních institucí. V duchu této teorie byly bankám zakázány spekulativní aktivity např. v Belgii (1933), Itálii (1935), Francii (1945), Japonsku (1948), Španělsku (1962) nebo v současné době v Číně. Naopak White (1986, s. 33) argumentoval, že „... pouze 7,2 % komerčních bank, které současně také provozovaly investiční bankovníctví, se dostalo během Velké hospodářské krize do finančních problémů, přičemž průměrná míra bankrotů komerčních bank činila 26,3 % ...“.

GSA prakticky rozdělil aktivity univerzálních bank a vytvořil komerční banky a investiční firmy. Univerzální banky stály před volbou: buď být komerční bankou, nebo se stát investiční firmou. Např. National City Bank (předchůdce světoznámé Citibank), Chase National Bank nebo Harris Trust and Savings Bank of Chicago ukončily své aktivity v oblasti investičního bankovníctví. Naopak Lehman Brothers nebo Kuhn Loeb se staly investičními firmami, protože přestaly provozovat komerční bankovníctví. Zákon se vztahoval pouze na aktivity na území USA. Americké komerční banky mohly obchodovat s cennými papíry v zahraničí. GSA kromě vytvoření odděleného modelu bankovníctví obsahoval i další významná opatření jako např. zavedení pojištění depozit, zákaz úročení depozit na viděnou nebo stanovení minimálního podílu vlastních prostředků při nákupu akcií na úvěr (margin requirements).

Postupná eroze GSA

Glass-Steagall Act byl v 80. a 90. letech minulého století vykládán mnohem liberálněji, než v druhé polovině 30. let. Komerčním bankám bylo v 80. letech umožněno provádět některé nové druhy obchodů s cennými papíry (např. obchody s komerčními papíry a hypotéčnými listy, finanční poradenství nebo makléřství).

Od druhé poloviny 80. let minulého století, kdy postupně nastával boom na investičních (zejména akciových) trzích, nastává postupná eroze GSA. Začaly být vyvíjeny velmi silné tlaky na zrušení Glass-Steagallova zákona, poněvadž údajně již přestaly existovat důvody pro jeho další existenci. Odpůrci GSA začali tvrdit, že v USA již existuje efektivní regulace a dohled finančního trhu, účinná ochrana investorů a vyspělá finanční morálka a etika, přičemž údajně model odděleného bankovníctví pouze snižuje konkurenční schopnost amerických finančních institucí vůči německým, švýcarským nebo britským bankám, které se postupně transformovaly na finanční supermarkety. Převažující část amerických finančních a bankovních ekonomů již v 80. letech minulého století podporovala liberalizaci amerického finančního průmyslu. Např. Rose a Fraser (1988, s. 78) za výhody vstupu komerčních bank do bankovníctví investičního považovali zvýšení konkurence na trzích cenných papírů, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu, zvýšení mezinárodní konkurenční schopnosti amerických komerčních bank a opětovné získání atraktivních zákazníků, které komerční banky ztratily z důvodu poklesu významu bankovního zprostředkování.

V roce 1987 Federální rezervní systém umožnil některým bankovním holdingovým společnostem s dostatečným kapitálem vlastnit investiční firmy ve formě dceřiných společností. Tyto investiční firmy mohly dokonce realizovat i podle Glass-Steagallova zákona jinak zakázané investiční obchody. Příjmy z těchto zakázaných obchodů však nesměly přesáhnout 25 % celkových příjmů investičních firem. Federální rezervní systém tedy začal velmi liberálně vykládat GSA, a to konkrétně § 20, což umožnilo vybraným americkým bankovním holdingovým společnostem kontrolovat investiční firmy a expandovat do investičního bankovníctví. Velkým americkým bankovním domům se podařilo na začátku 90. let minulého století opětovně vrátit na kapitálové trhy, i když stále platil GSA. Finanční instituce, mající charakter holdingového uspořádání, musely komerční banku oddělit od své sesterské investiční firmy systémem „požárních zdí“ (angl. „firewalls“), které omezovaly personální, informační a obchodní propojení komerčního a investičního bankovníctví. Systém „požárních zdí“ modifikoval Federální rezervní systém v roce 1997 novými operačními pravidly. I když GSA tedy de iure stále platil, de facto Federální rezervní systém ho svým novým výkladem pro některé vyvolené instituce zrušil. Liberální výklad bankovního zákonodárství ze strany Federálního rezervního systému prakticky otevřel některým americkým komerčním bankám výrazněji (byť nepřímou) možnost participovat v investičních

obchodech, což vyústilo i v nový model institucionálního uspořádání investičního bankovníctví, který označujeme jako model holdingové společnosti. Některé komerční banky (např. J. P. Morgan, Citicorp, Bankers Trust nebo Chase Manhattan) rovněž získaly povolení od Federálního rezervního systému pro emisní obchody ručitelského typu s akciemi a dluhopisy. Až koncem devadesátých let byl GSA definitivně zrušen. V roce 1999 byly totiž schváleny výrazné změny v americkém bankovním zákonodárství ve formě Financial Services Modernization Act of 1999. Tato legislativní úprava je mnohem častěji známá jako **Gramm-Leach-Bliley Act**, zkráceně GLBA (1999), po hlavních iniciátorech legislativního procesu, kterými tentokrát byli Phil Gramm, Jim Leach a Thomas Bliley. GLBA umožnil definitivně zrušit bariéry mezi komerčním bankovníctvím, investičním bankovníctvím, kolektivním investováním a pojišťovnictvím. GLBA otevřel cestu finančním firmám provádět celou řadu finančních aktivit (komerční bankovníctví, investiční bankovníctví, správu aktiv, finanční inženýrství, makléřství, kolektivní investování, pojišťovnictví) přímo prostřednictvím finanční holdingové společnosti. Mezi základní cíle nového bankovního zákonodárství patřilo zvýšení konkurence v americkém finančním systému na podporu inovační aktivity a efektivnosti, zajištění bezpečnosti a důvěryhodnosti bank, zabezpečení přiměřené ochrany investorů a zákazníků finančních firem, odstranění legislativních bariér mezi jednotlivými druhy finančních firem a zvýšení mezinárodní konkurenční schopnosti amerických finančních firem.

GLBA tedy znamenal výraznou změnu institucionálního uspořádání amerického finančního trhu, a to směrem k užšímu propojení investičního a komerčního bankovníctví a pojišťovnictví. Toho zejména využily velké finanční skupiny. Objevují se rovněž nezřídka názory, že GLBA sloužil především k legalizaci pronikání finanční skupiny Citicorp do stále částečně omezených činností (zejména investičního bankovníctví a pojišťovnictví), a to ještě v období účinnosti GSA. Tato finanční skupina v roce 1998 převzala pojišťovnu Travelers Group, přičemž bylo nutné nějakým způsobem zlegalizovat porušení GSA. Pokud by nebylo změněno zákonodárství, tak Citicorp by musela pojišťovnu na základě rozhodnutí dohledových autorit prodat nejpozději do 4 let od okamžiku akvizice, jinak hrozil její nucený odprodej.

Odezva globální finanční krize – Dodd-Frank Act

Americká hypotéční krize, globální finanční krize a vlna skandálů v posledních letech nutně otevřely diskusi o zásadní reformě amerického finančního systému. Multi-faktorový charakter soudobých finančních krizí spočívá nejen ve splasknutí nemovitostní cenové bubliny podporované nadměrnou úvěrovou expanzí, ale i v rozsáhlé spekulaci nedostatečně kapitalizovaných bank na neprůhledných trzích, neefektivním fungování trhu ratingového hodnocení, rozšíření nepoctivých praktik, selhání regulace a v institucionální nedokonalosti globálních finančních trhů. Podrobněji diskutuje příčiny soudobé globální finanční krize Musílek (2008).

Ministerstvo financí USA připravilo návrh finanční reformy, který byl podroben bouřlivé odborné a zákonodárné diskusi. Původní návrh finanční reformy doznal v rámci legislativního procesu značných změn a přeměnil se v kompromisní verzi, která je známá jako **Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act**, zkráceně DFA (2010). Zákon opět nese označení klíčových osob v legislativním procesu. Tentokrát klíčovou roli sehráli předseda senátní bankovní komise Christopher Dodd a předseda komise pro finanční služby Sněmovny reprezentantů Barney Frank. Zákon podepsal prezident B. Obama dne 21. 7. 2010, čímž okamžitě vstoupil v platnost, i když některá ustanovení mají odloženou účinnost.

Mezi základní cíle nového zákona zejména patří:

- podpora finanční stability zvýšením důvěryhodnosti a transparentnosti Wall Streetu (tedy přesněji amerického finančního systému),
- ochrana amerických daňových poplatníků, aby v budoucnosti již nenesli náklady na záchranu nadměrně riskujících a nedostatečně kapitálově vybavených bank,
- ochrana finančních spotřebitelů před nepoctivými finančními praktikami,
- omezení stínového bankovníctví (shadow banking), které v minulosti prakticky nepodléhalo regulaci a dohledu, přičemž se odhaduje, že jeho rozměr před vypuknutím globální finanční krize byl obrovský a objem aktiv v tomto „sektoru“ dosahoval až 8 bil. USD.

Jádrem nového zákona je především změna institucionálního uspořádání dohledu finančního trhu, které mělo dosud výrazně odvětvový charakter. Bankovní dohled byl v pravomoci jedné z několika bankovních dohledových institucí (např. FRS, Office of Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of Thrift Supervision), dohled trhů cenných papírů vykonávala specializovaná instituce (Securities and Exchange Commission) a dohled pojišťovacího trhu byla v pravomoci specializovaných dohledových institucí. Dodd-Frank Act mění americkou regulatorní architekturu následujícím způsobem:

- Vytváří Financial Stability Oversight Council (FSOC), jehož hlavními úkoly bude omezení systémového rizika vypuknutí nové finanční krize, efektivnější spolupráce specializovaných dohledových institucí a určení systémově významných finančních institucí, přičemž každá finanční instituce, jejíž aktiva převýší 50 mld. USD, spadá automaticky do kategorie systémově významné finanční instituce. Na tyto instituce pak bude možné aplikovat přísnější regulatorní pravidla (např. přísnější pravidla kapitálové přiměřenosti, pravidla likvidity nebo pákové pravidlo). Současně budou muset systémově významné instituce vytvořit „závěť“, ve které budou muset uvést způsob ukončení popř. rozdělení aktivit, pokud se dostanou do finančních problémů. FSOC se bude skládat ze zástupců jednotlivých specializovaných dohledových autorit a jeho hlavním posláním bude pečovat o finanční stabilitu. Výboru bude předsedat ministr financí USA a dalšími členy bude např. guvernér Federálního rezervního systému nebo předseda Komise pro cenné papíry a burzy. Výbor se bude skládat z 15 členů, avšak pouze 10 členů bude mít hlasovací právo. Odbornou podporu pro FSOC bude zajišťovat Office of Financial Research (OFR), který bude umístěn v nezávislé části organizační struktury Ministerstva financí. Ředitel OFR bude jmenován americkým prezidentem po souhlasu Senátu. Hlavním posláním OFR bude provádět nezávislý finanční výzkum na základě shromážděných dat od tržních účastníků, z jejichž poplatků bude činnost tohoto úřadu také financována.
- Zvýšení efektivity ochrany finančních spotřebitelů vytvořením nového úřadu Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), který převezme pravomoce v oblasti ochrany spotřebitelů od bankovních a pojišťovacích dohledových úřadů. CFPB bude umístěn v nezávislé části organizační struktury Federálního rezervního systému.
- Office of Comptroller of the Currency (OCC) převezme pravomoce Office of the Thrift Supervision (OTS), čímž rozšíří svoji působnost i na oblast spořitelnictví.
- Vytvoření nového úřadu Federal Insurance Office (FIO), umístěného v nezávislé části organizační struktury Ministerstva financí USA a zajišťující koordinaci regulace nad sektorem pojišťovnictví,
- Zavádí povinnou registraci správců hedgeových fondů, dalších správců privátních portfolií a ratingových agentur u Komise pro cenné papíry a burzy.

- Posiluje pravomoc Federálního rezervního systému výlučně dozorovat systémově významné finanční instituce, mající podstatný vliv na finanční stabilitu. Americký prezident bude na základě souhlasu Senátu jmenovat viceguvernéra Federálního rezervního systému, zodpovědného za regulaci a dohled.

Kromě změn v oblasti institucionálního uspořádání finančního dohledu, Dodd-Frank Act přináší i mnoho dalších podstatných změn, přičemž zákon má nejen téměř 850 stran, ale během několika příštích let k němu bude vydáno více než 240 dalších doplňkových předpisů, přičemž diskreční pravomoc je převážně přenesena na dohledové autority, které navíc budou muset zpracovat téměř 70 specializovaných studií a podle jejich výsledků navrhnout adekvátní regulatorní pravidla. Proto je v současné době velmi těžké odhadovat, jaký bude definitivní charakter nejen celé finanční reformy, ale i jednotlivých pravidel, přičemž praktická implementace DFA do finanční praxe bude trvat jistě několik let. Jsme však toho názoru, že mezi nejdůležitější změny v americkém institucionálním uspořádání finančního systému bude pravděpodobně patřit:

- A) *Reorganizace derivátových trhů.* Lze předpokládat, že se výrazně zpřísní mimoburzovní obchodování bank s deriváty (zejména swapovými kontrakty), přičemž je velmi kuriózní, že Commodity Futures Modernization Act of 2000 (prosazovaný především P.Grammem) např. zakázal americké Komisi pro cenné papíry a burzy regulovat a dozorovat swapové transakce a prakticky vyčlenil Credit Default Swaps mimo státní regulaci a dohled. Současně můžeme předpokládat, že v dohledné budoucnosti bude zaveden nejen institut centrální protistrany u většiny mimoburzovních derivátů, ale i povinnost realizovat derivátové obchody buď na burzách, nebo na speciálních swapových trzích. Tato opatření se budou týkat zejména obchodů s deriváty, realizovaných finančními institucemi.
- B) *Omezení rizikovosti bank.* Na počátku nového tisíciletí některé největší americké banky začaly enormně riskovat. Snažily se snižovat náklady na získávání kapitálu, zvyšovat rentabilitu vlastního kapitálu a prostřednictvím sofistikovaných finančních operací upravovat vykazované zisky. Některé banky, jejichž akcie přestaly mít charakter relativně bezpečných instrumentů a stále více se začaly chovat jako růstové akcie, postupně díky rozvinuté sekuritizaci úvěrů přešly na nový obchodní model, nazývaný „originate-to-distribute model“, který za určitých tržních podmínek může vykazovat znaky tržního selhávání (např. výskyt morálního hazardu nebo informační asymetrie). Některé velké americké banky se plíživě přeměnily z komerčních bank, stále však přijímající vklady od rizikově averzních a investování odmítajících vkladatelů (angl. „utility“ banking) na velmi rizikové instituce s výrazným pákovým efektem, provozující spíše rizikové investování než klasické komerční bankovníctví. Cílem DFA je tedy postupně snížit rizikovou expozici velkých bank, a to nejen zvýšením kapitálové přiměřenosti, zavedením pravidel likvidity a pákového pravidla, ale také vyčleněním obchodního oddělení s některými deriváty z hlavního bankovního podnikání, a to do dceřiných společností. Rovněž bude omezeno obchodování bank na vlastní účet a investování bank do hedgeových fondů a privátních fondů, a to do maximální výše 3 % kapitálu, vymezeného jako Tier I. Jedná se o modifikovanou verzi Volckerova pravidla, které mělo původně zcela obchodování a investování bank do rizikových investičních instrumentů na vlastní účet zakázat. Nakonec byla přijata výrazně mírnější verze tohoto pravidla.
- C) *Omezení tržního selhávání sekuritizovaných trhů.* Je evidentní, že během globální finanční krize se na dílčích segmentech trhu sekuritizovaných aktiv projeví určité systémové nedostatky, a to především na trhu CDO_s (Collateralized debt obligations). Na americkém finančním trhu se zrodil zcela nový alokační kanál – sekuritizovaný úvěrový trh – kdy

úvěrové riziko bank (regulované kapitálovou přiměřeností) bylo přenášeno na klienty institucionálních investorů. Sofistikovaná sekuritizační schémata, často domicilovaná v neregulovaných off-shore centrech, avšak vybavených vysokým ratingovým ohodnocením renomovaných ratingových agentur, zvýšila informační asymetrii na trzích cenných papírů, podnítila morální hazard, uvedla v investiční omyl i jinak vysoce kvalifikované institucionální investory, přičemž současně způsobila neefektivní alokaci finančních zdrojů na globálních finančních trzích. Regulatorní a dohledové autority nejen dlouhodobě tolerovaly komerčním bankám obcházet regulatorní pravidlo kapitálové přiměřenosti a transferovat úvěrové riziko na takové finanční instituce, na které nebylo toto regulatorní pravidlo uvaleno (např. penzijní fondy nebo pojišťovny), ale zejména se mylně domnívaly, že strukturované produkty výrazně snižují rizika. Tato myšlenka může být pravdivá, avšak pouze v určité fázi investičního cyklu, a to v období investičního optimismu. Naopak ve fázi investičního pesimismu se některé strukturované produkty záhy přeměnily ve zbraně hromadného finančního ničení, způsobující značné problémy nejen největším americkým bankám, ale i celému globálnímu finančnímu systému. Navíc regulatorní politika stanovila chybně velmi nízký kapitálový požadavek na strukturované investiční nástroje, které byly zařazeny do obchodního portfolia bank, což odstartovalo obrovské regulatorní arbitráže mezi úvěrovým portfoliem a obchodním portfoliem bankovních firem. Způsob výpočtu kapitálové přiměřenosti podrobně rozebírá Dvořák (1999). Domníváme se, že sekuritizace aktiv patří mezi finanční technologie, přinášející nemalé užitky nejen finančním trhům, ale i reálné ekonomice. Negativní stránky některých sekuritizovaných produktů lze minimalizovat účinnými regulatorními pravidly (např. vyšší informační otevřeností, povinnou držbou části sekuritizovaných produktů původním poskytovatelem úvěrů nebo centrální evidencí tržních cen sekuritizovaných produktů), o což usiluje i nová americká legislativa, představovaná DFA.

- D) *Odbourání implicitní vládní garance pro takové finanční instituce, které bývají považovány „za příliš velké na bankrot“.* Globální finanční krize vypukla po dekadě rozsáhlé konsolidace světového finančního systému, a to jak v oblasti komerčního, tak i investičního bankovníctví. Tato krize má tak rozsáhlé dopady do reálné ekonomiky, poněvadž zasáhla největší světové banky. Při určitém zjednodušení lze uvést, že **globální finanční krize je do určité míry krizí největších světových bank.** V níže uvedené tabulce jsou uvedeny největší světové banky před vypuknutím globální finanční krize podle tržní kapitalizace, přičemž tučně jsou označeny ty banky, které se během globální finanční krize dostaly do určitých problémů.

Tab. 1: Největší světové banky (tržní kapitalizace v mil. USD)

Název	2006	2009
1. Citigroup	286 337	17 016
2. Bank of America	251 872	68 660
3. Mitsubishi UFJ Financial Group	188 034	53 052
4. HSBC Holdings	172 938	199 785
5. JP Morgan Chase	172 109	148 484
6. UBS	156 455	50 242
7. Banco Santander	127 400	136 918
8. Wells Fargo & Co.	122 056	112 251
9. Wachovia Corp.	114 542	Úpadek
10. Mizuho Financial Group	114 249	21 423

Název	2006	2009
11. BNP Paribas	110 786	95 359
12. ING Groep	106 700	38 077
13. Royal Bank of Scotland	102 726	26 655
14. UniCredit	99 639	56 538
15. Sumitomo Mitsui Financial	98 384	27 429
16. Credit Suisse Group	96 203	55 706
17. Banco Bilbao Vizcaya Argentarian	93 333	68 733
18. Goldman Sachs	91 457	69 454
19. Société Générale	85 410	52 169
20. Merril Lynch	82 235	Převzetí
21. Morgan Stanley	80 553	31 307
22. Deutsche Bank	80 433	44 201
23. Barclays Bank	76 734	49 295
24. American Express Company	75 285	50 281
25. HBOS	69 158	6 138
26. US Bancorp	68 942	39 617
27. Crédit Agricole	68 723	41 302
28. ABN Amro Holdings	64 717	Úpadek
29. Fortis	60 674	8 886
30. Royal Bank of Canada	59 686	64 894

Zdroj: Laeven – Valencia (2010, s. 33-35).

DFA se snaží do budoucna zamezit nadměrnému riskování velkých finančních institucí tím, že zavádí vládní pravomoc zestátnit a zlikvidovat (angl. resolution authority) velkou finanční instituci, pokud by její úpadek mohl ohrozit stabilitu celého finančního systému. V takovém případě by prostředky vkladatelů byly vyplaceny ze státních fondů, avšak s tím, že americký stát může zavést dodatečnou daň pro finanční instituce s cílem získat finanční kompenzaci za realizovaný záchranný program.

- E) *Registrace správců hedgeových a privátních fondů.* Význam hedgeových a privátních fondů výrazně vzrostl v americkém finančním systému v novém tisíciletí. Navíc hedgeové fondy začaly rozsáhle používat i pákové produkty a některé z nich si oblíbily i vysokofrekvenční obchodování, což zmnohonásobilo jejich postavení na globálních investičních trzích. Převážná většina hedgeových fondů je v současnosti zaregistrována v některých z off-shore center (např. Kajmanské ostrovy, Britské panenské ostrovy nebo Bermuda), kde obvykle nepříliš efektivně fungují mechanismy omezující používání nepoctivých investičních praktik (obchodování na základě neveřejných informací a manipulace tržních cen). Po vypuknutí globální finanční krize začaly být hedgeové fondy považovány za netransparentní segment, který může prohlubovat finanční nestabilitu. Proto nejen v USA začal převládat názor, že hedgeové fondy mohou přispívat k finančním turbulencím, a proto je vhodné jejich investiční aktivity přiměřeně monitorovat včetně výše jejich pákových pozic. Po více než šedesáti letech fungování hedgeových fondů jako neregulovaných investičních jednotek zavádí DFA povinnou registraci správců hedgeových fondů a privátních portfolií, které budou muset rovněž vytvořit stanovené evidenční informační systémy.
- F) *Regulace a dohled ratingových agentur.* Selhání ratingových agentur nejen při hodnocení bonity strukturovaných produktů, ale i v oblasti dodržování etických a poctivých

obchodních praktik, způsobilo, že DFA zavádí standardní regulaci a dohled poskytování ratingových služeb.

Závěr

Příspěvek rozebírá institucionální odezvu na dvě významné finanční krize – Velkou hospodářskou krizi a globální finanční krizi. Institucionální odezva na Velkou hospodářskou krizi vedla především k separaci komerčního a investičního bankovníctví, přičemž základní snahou bylo zabránit bankám angažovat se v rizikových operacích na akciových trzích. Naopak institucionální odezva na globální finanční krizi má zcela odlišný charakter. Dodd – Frank Act usiluje jak o vytvoření předpokladů pro finanční stabilitu (centrální monitoring systémového rizika, omezení systémového rizika velkých bank, snížení informační asymetrie), tak i o zprůhlednění derivátových (zejména swapových) a sekuritizovaných trhů, stínového bankovníctví a ratingového hodnocení. Dodd-Frank Act však v žádném případě nemá charakter nového GSA, poněvadž nerozděluje finanční systém do specializovaných a oddělených segmentů.

Literatura

- [1] *Banking Act* (1933): [on-line], Washington, D. C., U. S. Congress, c1933, [cit. 10. 5. 2010], <<http://www.scribd.com/doc/29150973/Text-of-the-Glass-Steagall-Act>>.
- [2] Benston, G. G. (1990): *The Separation of Commercial and Investment Banking*. Oxford, Oxford University Press, 1990.
- [3] *Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). [on-line], Washington, D. C., U. S. Congress, c2010, [cit. 10. 5. 2010], <<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>>.
- [4] Dvořák, P. (1999): *Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha, Linde, 1999.
- [5] *Gramm-Leach-Bliley Act* (1999). [on-line], Washington, D. C., U. S. Congress, c1999, [cit. 10. 5. 2010], <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=106_cong_bills&docid=f:s900enr.txt.pdf>.
- [6] Laeven, L. – Valencia, F. (2010): *Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, Working paper č. 146, c2010, [cit. 10. 5. 2010], <<http://asbaweb.org/e-news/enews-22/Articulos/03-SUP-imf-banking%20crises.pdf>>.
- [7] Musílek, P. (2008): *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. Český finanční a účetní časopis, 2008, roč. 3, č. 4, s. 6-20.
- [8] Rose, P. S. – Fraser, D. R. (1988): *Financial Institutions*. Homewood, Irwin, 1988.
- [9] Steagall, H. (1932): *Banking Act of 1933*. Washington, D. C., U. S. Congress, Congressional Record, 15. 2. 1932, s. 3963.
- [10] White, E. (1986): *Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks*. Explorations in Economic History, 1986, roč. 23, č. 1, s. 33-55.
- [11] Revenda, Z. (1999): *Centrální bankovníctví*. Praha, Management Press, 1999.

Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách: Glass-Steagall Act versus Dodd-Frank Act

Petr Musílek

ABSTRAKT

Finanční krize představuje výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měř finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému. Řešení finanční krize má obvykle dvě dimenze. Krize je spojena s vládní intervencí, která se snaží zabránit systémovému kolapsu celého finančního systému. Po realizaci této první fáze, okamžitě nastává druhá fáze, usilující o obnovení důvěry na základě diskuse a praktické implementace institucionální odezvy na finanční krizi. Tento článek analyzuje institucionální odezvu na Velkou hospodářskou krizi, období ekonomického a investičního boomu v 80. a 90. letech minulého století a globální finanční krizi. Identifikovali jsme následující druhy institucionálních odezev: Glass-Steagall Act, Gramm-Leach-Bliley Act a Dodd-Frank Act. Zdá se, že existuje více možností, jak institucionálně reagovat na vývoj ekonomického a finančního prostředí. Finanční a právní teorie připouští více variant institucionálních odpovědí, přičemž se zdá, že neexistuje ideální přístup. Jedna skutečnost je však zřejmá: Dodd-Frank Act není Glass-Steagall Act.

Klíčová slova: Velká hospodářská krize; Glass-Steagall Act; Gramm-Leach-Bliley Act; Globální finanční krize; Dodd-Frank Act.

Financial Crises and Their Responses in the Institutional Reforms: Glass-Steagall Act versus Dodd-Frank Act

ABSTRACT

Financial crisis is a sharp, brief, ultracyclical deterioration of all or most of a group of financial indicators – illiquidity, financial insolvencies, rate of returns, asset prices, financial institutions failures, and rush out of the real or long-term financial asset into money. Financial crisis solution has two dimensions. The crisis is connected with government interventions to stop systematic collapse of the whole financial system. After realization of the bail-out phase, instantly starts second phase, focuses on restoring the public confidence in the financial system includes discussion and practical implementation the institutional response to the financial crisis. This paper surveys the institutional response to the Great Depression, the Great Moderation and the Global Financial Crisis. We can identify these as follows: Glass-Steagall Act, Gramm-Leach-Bliley Act and Dodd-Frank Act. There are many variants of the institutional responses to the development in economical and financial environment. Financial and Law theory indicates a wide variety of institutional responses, suggesting that is no universal ideal approach. But one aspect is clear, that Dodd-Frank Act is no Glass-Steagall Act.

Key words: Great Depression; Glass-Steagall Act; Gramm-Leach Bliley Act; Global Financial Crisis; Dodd-Frank Act.

JEL classification: G10, E44.