

## **Przebudowa globalnej architektury finansowej po doświadczeniach kryzysu *subprime*. Wybrane problemy do rozwiązania.<sup>2</sup>**

### Wprowadzenie

Kryzys *subprime*, którego pierwsze objawy można było obserwować w I kwartale 2007 roku, stał się przyczynkiem do wznowienia dyskusji o potrzebie zmian w tzw. światowej architekturze finansowej. Współcześnie najmocniejszym, jak do tej pory, wydarzeniem skłaniającym do dyskusji nad przebudową globalnej architektury finansowej był kryzys w Azji Południowo-Wschodniej (1997 r.). Wtedy jednak dyskusja i rekomendowanie rozwiązań było o tyle łatwiejsze, że to kraje wysoko rozwinięte pouczyły rynki wschodzące co należy zrobić, aby globalny system finansowy był bardziej bezpieczny. Wówczas określono m.in. zasady oceny stabilności finansowej krajów przeprowadzanej przez Międzynarodowy System Walutowy (FSAP – *Financial Stability Assessment Programme*). Inaczej jest obecnie, kiedy to źródła kryzysu wywodzą się z krajów wysoko rozwiniętych, a kluczowe problemy leżące u jego podstaw wydają się być podobne, tj. nadmierny apetyt na ryzyko, niska przejrzystość oraz słabość instytucji nadzorczych. Dodatkowym problemem, który nie pojawił się we wcześniejszych kryzysach, jest ryzyko modeli<sup>3</sup>.

W listopadzie 2008 r. zarówno przywódcy unijni<sup>4</sup>, jak również przywódcy światowych potęg gospodarczych<sup>5</sup> dyskutowali nad kierunkami prac mających zwiększyć bezpieczeństwo światowego systemu finansowego. Opinię swoją przedstawiła także w styczniu 2009 r. tzw. Grupa Trzydziestu<sup>6</sup>. Dotychczas przedstawione propozycje mają jednak dosyć ogólny

---

<sup>1</sup> Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Ubezpieczeń Gospodarczych.

<sup>2</sup> Niniejszy tekst został opublikowany w opracowaniu „Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich”, J. Szambelańczyk (red.), Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009, s. 75-81.

<sup>3</sup> Przeglądu wad i zalet modeli ryzyka dokonali na podstawie literatury T. Schuermann i P. Tufano: *The Pros and Cons of Models. Extended Abstracts*, “GARP Risk Review”, October/November 2008 oraz *Analyzing Risk Management Failures and Challenges in the Banking Industry. Extended Abstracts*, “GARP Risk Review”, December 2008.

<sup>4</sup> *Informal Meeting of Heads of State or Government on 7 November 2008*, Press Release, Brussels, 7 November 2008.

<sup>5</sup> *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008 (<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>).

<sup>6</sup> Group of Thirty: *Financial Reform. A Framework for Financial Stability (List of Recommendations)*, <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>, 15 January 2009.

charakter i nie zawierają szczegółów, które pozwoliłyby ocenić możliwość wdrożenia i skuteczność podejmowanych działań.

W niniejszym opracowaniu poddane zostaną analizie wybrane propozycje zmian w globalnej architekturze finansowej, a także wyeksponowane zostaną najtrudniejsze problemy do rozwiązania. Jako kluczowe punkty można wskazać:

- zwiększenie regulacji i nadzoru,
- zwiększenie przejrzystości,
- współpracę międzynarodową.

Niewątpliwie wybrane dyskusji zagadnienia mają duże znaczenie dla stabilności finansowej i były źródłem kłopotów już nie raz.

#### Zwiększenie regulacji i nadzoru

Kwestia zwiększania regulacji i nadzoru jest zazwyczaj traktowana jako kontrowersyjna. Jednak słuszne są postulaty, zgłaszane na szczytach przywódców, aby wypełnić luki występujące w istniejącym systemie nadzoru i regulacji. Jako główne luki wskazuje się brak regulacji niektórych segmentów rynku – zwłaszcza funduszy hedgingowych<sup>7</sup>. Ze względu na rolę, jaką odegrały agencje ratingowe w kryzysie *subprime* także dużo uwagi poświęcono potrzebie zmiany zasad ich funkcjonowania. Dodatkowo także wskazano w rekomendacjach Grupy Trzydziestu na potrzebę wzmocnienia regulacji w zakresie zarządzania ryzykiem, wymogów kapitałowych (szczególnie w odniesieniu do procykliczności) oraz płynności.

Mówiąc o zwiększaniu regulacji i nadzoru należy wskazać, że chodzić może o rozszerzenie podmiotowe i przedmiotowe. Na tle problemów związanych z *subprime* objęcie regulacjami i nadzorem podmiotów dotychczas nieregulowanych wydaje się zasadne. Wątpliwości budzi natomiast zwiększanie samej liczby regulacji. Bardziej powinno chodzić o zapewnienie aktualności i adekwatności regulacji w odniesieniu do coraz to nowych instrumentów (czy wehikułów) finansowych pojawiających się na rynku, a także zdolności instytucji nadzorczych do wymagania ich skutecznego przestrzegania.

Warto przypomnieć, że Bazylea II (NUK), która weszła w życie w większości krajów wysoko rozwiniętych od 2007 roku, miała zwiększać przejrzystość działalności banków, a także

---

<sup>7</sup> W opracowaniu Grupy Trzydziestu znalazły się także rekomendacje w zakresie regulowania funduszy rynku pieniężnego (*money market mutual funds*) i prywatnych funduszy (*private pools of capital*).

urealniać pomiar ich adekwatności kapitałowej. Niektórzy finansiści wieszczą klęskę rozwiązań Bazylei II a wydaje się to przedwczesne, bowiem rozwiązania NUK nie miały szansy udowodnić jeszcze ani swojej użyteczności, ani potencjalnej bezużyteczności. Krytyka Bazylei II jest w największym stopniu powiązana z coraz częściej podnoszoną zawodnością modeli służących do oceny ryzyka. Kryzys *subprime* pokazał z całą jaskrawością, że część modeli nie sprawdziła się, bowiem była oparta na zbyt optymistycznych, oderwanych od rzeczywistości przesłankach (np. modele AIG), m.in. ze względu na brak danych historycznych. Weryfikacja poprawności modeli ryzyka jest zadaniem banków, jak również – w ramach II filaru – organów nadzoru<sup>8</sup>. Ani jedna, ani druga strona nie wypełniła więc poprawnie swojej roli. Doświadczenia kryzysu *subprime* powinny nauczyć nas potrzeby zachowywania większego dystansu względem wyników wskazań modeli, a przede wszystkim uwzględniania w coraz większym stopniu samego ryzyka modelu (czyli „błędne koło”). Wskazania uzyskane na podstawie modelu powinny być poddawane dogłębnej ocenie eksperckiej. Z oceną skuteczności III filaru także należy się wstrzymać – ani banki, ani uczestnicy rynku nie mieli jeszcze możliwości oceny użyteczności raportów prezentowanych w tym filarze.

Od lat 90-tych liczba i aktywa funduszy hedgingowych istotnie rosły. Na koniec 2006 roku liczba funduszy hedgingowych wynosiła ok. 9500. Fundusze te są jednymi z poważnych graczy na międzynarodowych rynkach finansowych. Nie podlegają one regulacjom w zakresie struktury portfela inwestycyjnego tak, jak konwencjonalne fundusze inwestycyjne. Mówiąc o regulacji działalności funduszy hedgingowych zwraca się uwagę na możliwe 3 formy jej wprowadzenia: bezpośrednią, pośrednią oraz rynkową (poprzez rozszerzanie zakresu udostępnianych informacji i przejrzystości)<sup>9</sup>. Regulowanie bezpośrednio funduszy hedgingowych, głównie w aspekcie struktury inwestycji i podejmowanego przez nie ryzyka, doprowadziłoby do zniknięcia tej branży, co należy uznać za niepożądane. Regulowanie pośrednio polegałoby na ograniczaniu zaangażowania kapitałowego regulowanych instytucji finansowych (banków, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych) w aktywa takich funduszy. Ich zaangażowanie powinno być ściśle monitorowane ze względu na wysokie ryzyko, jakie generują, bez względu na skalę i zakres prowadzonej działalności. Także zwiększenie zakresu przedstawianych przez fundusze hedgingowe informacji oraz

---

<sup>8</sup> Należy zaznaczyć, że regulacje Bazylei II zaczęły obowiązywać w Stanach Zjednoczonych od 2008 r.

<sup>9</sup> A. Crockett: *The Evolution and Regulation of Hedge Funds*, [w:] Financial Stability Review, Special issue on Hedge Funds, Banque de France, April 2007, s. 25.

zwiększenie przejrzystości ich działania wydaje się niezbędne. Umożliwiłoby to zarówno regulowanym instytucjom finansowym, jak również pozostałym uczestnikom rynku, monitorowanie ryzyka ich działalności.

Już nie pierwszy raz agencje ratingowe okazały się „śpiącymi królewnami”. Obniżanie ratingów instytucji podejmujących zbyt duże ryzyko odbywało się po ujawnieniu ich problemów (np. Lehman Brothers) tak, jak miało to miejsce w przypadku wcześniejszych kryzysów. Największe jednak zastrzeżenie wiąże się z bezkrytycznym nadawaniem wysokich ratingów instrumentom finansowym zabezpieczonym kredytami *subprime*. Agencje ratingowe wykazały się niezrozumieniem konstrukcji i brakiem zdolności oceny ryzyka instrumentów finansowych, bądź też brakiem poszanowania zasad etyki i odpowiedzialności. Ich wiarygodność została podważona, ale możliwości poprawy sposobu ich działania wydają się ograniczone. Agencje ratingowe są prywatnymi, komercyjnymi instytucjami, które utrzymują się z dokonywania ocen wiarygodności uczestników rynku i instrumentów finansowych. To zazwyczaj instytucja zamawiająca płaci za wydanie ratingu (ratingi zlecone). Rodzi to może podejrzenia, że uzależnienie wydawania ocen ratingowych od gratyfikacji finansowej, nakłania agencję ratingową do upiększania sytuacji. Stąd też pojawiły się propozycje, aby uregulować działalność agencji ratingowych.

Obowiązywanie Bazylei II, gdzie w filarze I ratingi nadawane przez agencje są podstawą do określania wag ryzyka w najprostszy sposób, powinno samo w sobie zmusić instytucje nadzorcze do oceny wiarygodności i rzetelności agencji ratingowych.

Zarówno amerykańska Komisja Papierów Wartościowych (SEC), jak i regulatorzy unijni przedstawili swoje propozycje nowego podejścia do regulowania działalności agencji ratingowych. W czerwcu 2008 r. SEC zaproponował, aby<sup>10</sup>:

- zabronić agencjom ratingowym wystawiania ratingu dla produktów strukturyzowanych, chyba że posiada ona odpowiednie informacje o aktywie zabezpieczającym (które pomogłyby ocenić jego ryzyko i zbudować model oceny);
- zabronić agencjom doradzania w konstruowaniu produktów, które oceniają, jak również negocjowania wysokości opłaty za rating przez osoby go nadające (oczywisty konflikt interesów);

---

<sup>10</sup> Ch. Whalen, J. Mason: *Reassessing Ratings: What went Wrong, and How Can We Fix the Problem?*, “GARP Risk Review”, October/November 2008, s. 16.

- wymagać od agencji ratingowych informacji o ratingach i ich zmianach, aby umożliwić ich porównywanie w czasie;
- agencje ratingowe byłyby zobowiązane publikować 10-letnie statystyki dotyczące ratingów, co miałyby ułatwić porównywanie pomiędzy agencjami;
- musiałyby one publikować raporty roczne dotyczące nadawanych ratingów, stosowna baza danych powinna być utrzymywana na stronie internetowej agencji;
- od agencji ratingowych wymagano by także bardziej szczegółowych informacji na temat częstotliwości przeglądu ratingów, modeli wykorzystywanych do nadawania ocen, źródeł informacji do oceny produktów strukturyzowanych (w tym due dilligence wykonywanej przez inne podmioty), jak również posiadania dokumentacji dotyczącej decyzji wykraczających poza wskazania modeli.

W listopadzie 2008 r. regulatorzy unijni<sup>11</sup> przedstawili propozycje dotyczące agencji ratingowych, które obejmują przedstawione powyżej, a także bardziej szczegółowe kwestie. Przed wydaniem projektu rozporządzenia (w 2006 r.) władze unijne zwróciły się do CESR (Committee of European Securities Regulators), aby ten monitorował przestrzeganie przez agencje ratingowe kodeksu dobrych praktyk wydanego przez IOSCO. W projekcie rozporządzenia określono cztery ogólne cele, dzięki którym poprawić miałyby się wiarygodność ratingów:

- unikanie konfliktu interesów, bądź przynajmniej odpowiednie zarządzanie takimi przypadkami;
- poprawa jakości metodyki stosowanej przez agencje ratingowe, w tym posiadanie odpowiedniej kadry analityków, jak i zapewnienie ich rotacji względem ocenianych podmiotów;
- zwiększenie przejrzystości dzięki publikowaniu odpowiednich informacji;
- zapewnienie skutecznych ram rejestracji i nadzoru, ze względu na to, że ratingi są wykorzystywane przez wiele podmiotów w celu oceny ryzyka (m.in. w ramach NUK).

Wskazano także, że podmioty korzystające z ratingów nie powinny używać ich bezkrytycznie, lecz poddawać je własnej ocenie. Z perspektywy UE regulacja działalności agencji ratingowych ma szczególne znaczenie, bowiem najważniejsze z nich wywodzą się ze Stanów Zjednoczonych.

Sformułowane powyżej postulaty należy uznać za słuszne i wystarczające, przy czym najważniejszą kwestią będzie zapewnienie odpowiednich narzędzi kontroli i sprawdzania przestrzegania przez agencje ratingowe ustalonych reguł gry. Dużo uwagi poświęcono w propozycjach instrumentom strukturyzowanym, które były jedną z przyczyn obecnego kryzysu. Jednak branża finansowa stworzy zapewne za kilka lat nowe instrumenty, o cechach innowacyjnych, w przypadku których zarówno inwestorzy, jak i regulatorzy będą musieli wykazać się szybkością w identyfikacji i rozpoznaniu potencjalnych problemów, aby zapewnić aktualność regulacji i adekwatność praktyk nadzorczych.

#### Zwiększenie przejrzystości

W odniesieniu do zwiększenia przejrzystości na uwagę zasługują postulaty związane z zasadami rachunkowości, jak również przejrzystością działalności instytucji finansowych i instrumentów finansowych.

Zwiększenie przejrzystości jest postulatem jak najbardziej słusznym, który wymaga przemyślenia adekwatności obecnych standardów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej, głównie w odniesieniu do skomplikowanych instrumentów finansowych. Jest to kwestia silnie powiązana z oceną ryzyka posiadanych instrumentów, jak też podjętych zobowiązań, np. w zakresie ich ubezpieczenia. Zwiększenie przejrzystości wymagałoby także określenia listy danych/informacji, które instytucje powinny obowiązkowo publikować. Obecna swoboda komunikowania się z rynkiem (dzięki MSR/MSSF) daje instytucjom zbyt dużo możliwości niepublikowania niewygodnych informacji. Na przykład wiele z nich nie ujawnia, jaka część portfela aktywów jest zagrożona utratą wartości, a tylko podaje jego wartość netto i poziom rezerw (odpisów) dokonanych w danym okresie.

Największym problemem zarówno z perspektywy zarządzania ryzykiem, jak również wiarygodności instrumentów finansowych, była ich wycena uwzględniania w bilansach. Tapnięcie na rynku kredytów *subprime* zainicjowało stopniowe tworzenie rezerw na instrumenty finansowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi i stopniowe ujawnianie problemów. Niska przejrzystość tych instrumentów i wysoki stopień ich skomplikowania sprzyjały zakamuflowaniu faktycznych problemów. Dodatkowo ubezpieczanie tych

---

<sup>11</sup> Commission of the European Communities: *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussels, 12.11.2008 r.

instrumentów przez instytucje ubezpieczeniowe, jak też wysokie ratingi dodawały im wiarygodności.

Zarówno sprawozdania finansowe, jak i sprawozdania przygotowywane w ramach trzeciego filaru Bazylei II powinny w pełni i wiarygodnie przedstawiać sytuację instytucji. Wymaga to wzmoczonego wysiłku ze strony regulatorów, aby podmioty rynkowe w sposób jak najbardziej rzetelny prezentowały swoją sytuację w zakresie profilu ryzyka. Niezbędna jest także poprawa znajomości i umiejętności oceny ryzyka instytucji finansowych wśród inwestorów na podstawie uzyskiwanych informacji, a także wśród analityków agencji ratingowych.

Dodatkowo także instrumenty finansowe, szczególnie mające charakter innowacyjny, powinny być zrozumiałe i przejrzyste dla uczestników rynku. Przede wszystkim należy ustalić standardy przekazywania informacji na temat konstrukcji i ryzyka tych instrumentów, a także przypisać podmiotom sprzedającym te instrumenty obowiązek szczegółowego informowania partnera transakcji o ich konstrukcji.

#### Współpraca międzynarodowa

Wątek konieczności wzmocnienia współpracy międzynarodowej pojawiał się w wielu dokumentach i oświadczeniach ze względu na efekt zarażania, jaki wystąpił na globalnym rynku finansowym. Potrzeba zapewnienia odpowiedniej współpracy pomiędzy nadzorcami i regulatorami, nie tylko w czasach kryzysu, ale na zasadzie ciągłej powinna być od wielu lat powszechnie stosowanym standardem. Problemem jak do tej pory było wypracowanie odpowiednich ram współpracy (poza formalnie podpisanymi porozumieniami) zarówno w Unii Europejskiej, jak i w relacjach transatlantyckich. Sama współpraca może okazać się jednak nie wystarczająca. Z tego też względu warto zastanowić się nad zmianą sposobu sprawowania nadzoru nad globalnymi instytucjami finansowymi z „lokalnego” na „globalny”.

Można postulować przeanalizowanie następujących rozwiązań<sup>12</sup>:

- utworzenie globalnej instytucji nadzorczej, która zajęłaby się sprawowaniem nadzoru nad instytucjami działającymi w skali globalnej, z jednoczesną ścisłą współpracą z nadzorcą wiodącym w Unii Europejskiej;

---

<sup>12</sup> Szerzej na ten temat: M. Iwanicz-Drozdowska: *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2008, s. 204 i dalsze.

- wyłonienie na każdym z kontynentów regionalnych nadzorców, np. nadzór w Ameryce Północnej, nadzór w Ameryce Łacińskiej, nadzór w Azji itd. i podpisanie umów o współpracy pomiędzy regionalnymi nadzorcami;
- podpisywanie umów o współpracy pomiędzy nadzorcą europejskim a nadzorcami z krajów, w których działają, bądź z których pochodzą, globalne instytucje finansowe.

Ze względów merytorycznych, w największym stopniu jestem zwolenniczką pierwszego rozwiązania, aczkolwiek mam świadomość jego praktycznej politycznej niewykonalności. Na szczeblu unijnym wymagałoby to utworzenia dodatkowego organu nadzorczego (o charakterze zintegrowanym) oraz instytucji gwarancyjnej dla ponadnarodowych instytucji finansowych. Tym samym instytucje te nie podlegałyby *explicite* nadzorowi lokalnemu. Wady tego rozwiązania wiążą się z koniecznością istnienia woli politycznej do utworzenia nowej instytucji na szczeblu unijnym.. Zalet tego rozwiązania można szukać w jednolitym podejściu do nadzorowania ponadnarodowych instytucji finansowych, bowiem do tej pory nie udało się osiągnąć konwergencji praktyk nadzorczych a wielość opcji narodowych w regulacjach kapitałowych dla banków i firm inwestycyjnych nie służy poprawie tego stanu rzeczy. Powołanie jednej instytucji, która stopniowo przejmowałaby kompetencje nadzorców z krajów macierzystych wspomogłoby proces konwergencji praktyk nadzorczych, a jednocześnie umożliwiło zobiektywizowanie oceny grup ponadnarodowych. Każde z państw członkowskich powinno mieć zapewnionego reprezentanta w składzie organu kierującego instytucją nadzorczą. Pracownikami instytucji nadzorczej byłiby specjaliści z różnych krajów, którzy posiadają odpowiednie doświadczenie zawodowe i odpowiednie wykształcenie. Nadzorowi lokalnemu podlegałyby zaś instytucje finansowe działające wyłącznie w swoim kraju macierzystym. Pójście śladem ewentualnych rozwiązań unijnych, czyli utworzenia nadzorców regionalnych na poszczególnych kontynentach należy uznać za mało realne, ze względu na niższą niż w Europie integrację gospodarczą i walutową.

W ślad za rozwiązaniami nadzorczymi, powinny iść podobne zmiany w zakresie systemów gwarancyjnych. Tutaj sytuacja kształtuje się znacznie gorzej niż od strony instytucji nadzoru. Nadzór bankowy jest standardem w większości krajów świata, podobnie jest z systemami gwarantowania depozytów, natomiast brakuje badań, które dotyczyłyby systemów rekompensat dla inwestorów oraz systemów gwarancyjnych w sektorze ubezpieczeń.

Znaczna część konglomeratów działających w skali globalnej skoncentrowana jest w Europie (w tym w Szwajcarii będącej poza EOG) i w USA, tym samym nadzorca paneuropejski musiałby *de facto* nawiązać współpracę z reprezentantem nadzorców amerykańskich oraz nadzorem szwajcarskim. Pomysł utworzenia jednej instytucji nadzorczej dla konglomeratów globalnych musiałby się zatem spotkać z aprobatą „transatlantycką”, co wydaje się dosyć trudne do osiągnięcia. W nieco dłuższej perspektywie czasowej istotnego znaczenia może nabierać współpraca z nadzorami Chin, Indii czy też Rosji.

## Podsumowanie

Każdy kryzys sprzyja refleksji nad tym co się już wydarzyło i co się może wydarzyć. Niewątpliwie skala problemów instytucji finansowych wynikająca z załamania rynku *subprime* wywołała silną reakcję ze strony decydentów politycznych krajów wysoko rozwiniętych w kierunku wprowadzania zmian i uniknięcia podobnych problemów w przyszłości. W niniejszym opracowaniu zwrócono uwagę tylko na wybrane problemy do rozwiązania. Ich szersze spektrum znalazło się w deklaracji po szczycie G-20<sup>13</sup> oraz w rekomendacjach Grupy Trzydziestu<sup>14</sup>. W deklaracji G-20 znalazła się także lista spraw do załatwienia do końca marca 2009 r., które odnoszą się w większości do poruszanych powyżej kwestii (ponadto wyróżniono sprawy do załatwienia w perspektywie średnioterminowej). Przyjęcie wspólnego stanowiska przez G-20 może być wykonalne, jednak praktyczne wdrożenie rozwiązań wymagać będzie czasu, nakładów na zasoby ludzkie (m.in. w organach nadzoru, agencjach ratingowych), nakładów na rozwiązania infrastrukturalne i legislacyjne. Rodzi się zatem pytanie, ile czasu może to potrwać, np. 5 lat czy może 10 lat, czyli tyle, ile upłynęło czasu pomiędzy kryzysem w Azji Południowo-Wschodniej a kryzysem *subprime*. A ile czasu może zatem trwać przygotowanie i wdrożenie rozwiązania problemów z perspektywy średnioterminowej? Konkluzja nie wydaje się być optymistyczna. Uporządkowanie regulacji i zasad funkcjonowania instytucji finansowych, wzmocnienie roli, kompetencji i kadr organów nadzoru, a także odbudowa reputacji i standardów analitycznych agencji ratingowych wymaga czasu i podjęcia działań, które uproszczą „reguły gry”, a nie jeszcze bardziej je skomplikują, dając pole do popisu innowatorom będącym w stanie genialnie je ominąć i podążać ku kolejnemu kryzysowi. Jest prostszy sposób – renesans etyki w działalności biznesowej zarówno w skali lokalnej, jak i globalnej, ale czy jest to realne?

---

<sup>13</sup> *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008 (<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>)

<sup>14</sup> Group of Thirty, *Financial Reform...*, op. cit.

Bibliografia:

1. Commission of the European Communities: *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussels, 12.11.2008 r.
2. Crockett A.: *The Evolution and Regulation of Hedge Funds*, [w:] *Financial Stability Review*, Special issue on Hedge Funds, Banque de France, April 2007
3. *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008 (<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>)
4. Group of Thirty: *Financial Reform. A Framework for Financial Stability (List of Recommendations*, <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>), 15 January 2009
5. *Informal Meeting of Heads of State or Government on 7 November 2008*, Press Release, Brussels, 7 November 2008
6. Iwanicz-Drozdowska M.: *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008
7. Schuermann T., Tufano P.: *Analyzing Risk Management Failures and Challenges in the Banking Industry. Extended Abstracts*, “GARP Risk Review”, December 2008
8. Schuermann T., Tufano P.: *The Pros and Cons of Models. Extended Abstracts*, “GARP Risk Review”, October/November 2008
9. Whalen Ch., Mason J.: *Reassessing Ratings: What went Wrong, and How Can We Fix the Problem?*, “GARP Risk Review”, October/November 2008