

Sławomir Czech

Katedra Ekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Słowo o zaufaniu i ograniczonej racjonalności rynków finansowych

Globalny kryzys finansowy sprzed trzech lat uwypuklił słabość regulacji i nadzoru rynków finansowych oraz podważył zaufanie do neoliberalnego porządku gospodarczego opartego na samoregulacji rynków oraz na domniemaniu racjonalnego zachowania podmiotów gospodarczych i ich wzajemnego zaufania. Współcześnie coraz częściej mówi się także o kryzysie teorii ekonomii bezsilnej zarówno wobec prognozowania tego typu załamań koniunktury, jak i wyznaczania wiarygodnej ścieżki dla krótko i długookresowych celów rozwoju gospodarczego.¹ Oznak nieprawidłowości funkcjonowania współczesnych rynków finansowych można doszukiwać się nie tylko w nawracających bańkach spekulacyjnych, w towarzyszącej im gorączce inwestycyjnej czy w procesie sekurytyzacji tzw. toksycznych aktywów, lecz także w sukcesie, jaki osiągnął za pomocą wykorzystania piramidy Ponzi'ego Bernard Madoff defraudując prawie 65 mld USD². Gdyby bowiem rynki funkcjonowały tak, jak zakłada się w teorii ekonomii głównego nurtu – dysponowały pełną informacją, optymalnie szacowały ryzyko i tworzyły racjonalny system wewnętrznych zabezpieczeń – przypadek Madoffa nie miałby racji bytu. A przecież jego piramida finansowa funkcjonowała przez ponad 30 lat.³ Sytuacja dobitnie pokazała więc, iż zaufanie, na którym opierają swe funkcjonowanie rynki finansowe, jest fundamentem bardzo kruchym i zdolnym do wywołania efektu domina. Ma ono także wyraźną skłonność do zacierania doświadczeń przeszłości. Madoff nie był przecież pierwszą osobą, której w oparciu o piramidę Ponzi'ego udało się osiągnąć nietrwały sukces. Historia zna liczne przykłady wykorzystania tego mechanizmu⁴, jednak jeden przypadek zasługuje na szczególną uwagę, wartą przypomnienia dzisiaj, kiedy historia potwierdziła już swoje upodobanie do powtarzania się, a rynki finansowe wciąż jeszcze poszukują nowych etycznych referencji i dążą do odbudowy nadwerżonego gmachu zaufania.

Sprawcą podobnego zamieszania na światowych rynkach finansowych osiem dekad wcześniej był Ivar Kreuger (1880-1932), szwedzki przemysłowiec i finansista, który na

¹ Zwięzły przegląd stanowisk krytycznych zob. np. E. Mączyńska: *Ekonomia w warunkach gospodarki nietrwałości*. „Biuletyn PTE” nr 2 (52)/2011, s. 35-47.

² Madoff Jailed After Admitting Epic Scam. „The Wall Street Journal”, 13.03.2009.

³ Claims Total Over 15,400 in Fraud by Madoff. „The New York Times”, 9.07.2009.

⁴ Zob. http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_Ponzi_schemes (dostęp 22.07.2011).

przełomie lat 20. i 30. XX wieku był bez wątpienia jedną z kluczowych postaci ówczesnego świata polityki i wielkiego biznesu. Swą oszałamiającą karierę zawdzięczał przede wszystkim sobie samemu, był sztandarowym przykładem *self-made mana* tamtych czasów, którzy własnymi siłami dochodzili do wielkich wpływów i majątków. Po ukończeniu studiów inżynierskich w Sztokholmie zdobywał doświadczenie w branży budowlanej w wielu krajach, jednak to dzięki angażowi w Stanach Zjednoczonych zdobył wiedzę na temat nowych konstrukcji żelbetonowych, które wkrótce wraz ze współnikiem Paulem Tollem wprowadził w Szwecji i w Niemczech w 1907 roku. Wkrótce też dzięki lukratywnym kontraktom budowlanym oraz inwestycjom w nieruchomości stał się zamożnym człowiekiem. Wtedy to dostrzegł potencjał tkwiący w rodzinnym biznesie zapalczanym. Fabryka zapalek należąca do jego ojca funkcjonowała kiepsko głównie ze względu na niskie marże oraz wysoką konkurencję. Kreuger zdecydował się przejąć firmę i – nie ukrywając swojej fascynacji amerykańskimi kartelami, takimi jak Standard Oil Johna D. Rockefellera – zaczął wykupywać konkurentów tak w wyniku dobrowolnych umów, jak i silnej presji transakcyjnej. Kreuger zdołał bowiem przejąć poszczególne ogniwa całego procesu produkcyjnego, co dawało mu możliwość obniżania kosztów, gwarantowało pewność dostaw oraz pozwalało na wywieranie owej presji. Wykupienie całych połaci lasów, tartaków, producentów maszyn i fabryk chemicznych niezbędnych do produkcji zapalek odcinało w zasadzie konkurentów od poddostawców, a w efekcie pozostawiało ich na łasce i niełasce Kreugera. W 1917 roku, po przejęciu swojego największego konkurenta z Jönköping, Kreuger osiągnął faktyczny monopol na produkcję zapalek w Szwecji, a ekspansja na rynki sąsiednie (do Norwegii i Finlandii) podążała tym samym tropem. W tym momencie Kreuger mógł już śmiało czerpać zyski ze swojej pozycji monopolistycznej w całej Skandynawii, a także kontynuować ekspansję na pozostałe rynki świata. Sukces Kreugera był niezaprzeczalny i oszałamiający – szacuje się, iż w 1922 roku szwedzkie zapalaki zaspokajały ponad połowę światowego popytu.⁵

Kreugerowi nie udało się jednak osiągnąć jednego prestiżowego celu – ekspansji na rynek zapalczany Stanów Zjednoczonych. Wówczas skierował swoją uwagę na mechanizm finansowy, który miał mu zapewnić poczytne miejsce w historii świata. Kreuger widział nieokiełznaną gorączkę inwestycyjną amerykańskich spekulantów z jednej strony i europejskie wysiłki gromadzenia kapitałów z drugiej. Lata 20. XX wieku były przecież nieprzerwanym okresem ekspansji rynku w Stanach Zjednoczonych, lecz na kontynencie

⁵ F. Partnoy: *Ivar Kreuger and the Financial Scandal of the Century*. Profile Books, London 2010, s. 6. Atut szwedzkiego produktu leżał także w użyciu czerwonego fosforu, który nie ulegał samozapłonowi.

europiejskim poszczególne kraje próbowały wyrwać się z powojennego marazmu lub w ogóle podnosiły swoje gospodarki z gruzów. Była więc podaż, był i popyt. Brakowało jedynie pośrednika, który mógłby skojarzyć obydwie strony transakcji. I to właśnie miejsce Kreuger zamierzał zająć. Mechanizm przedsięwzięcia sam w sobie był dość prosty: Kreuger planował zdobyć potrzebny kapitał poprzez emisję papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych, a następnie negocjować z rządami zainteresowanych krajów udzielenie pożyczki w zamian za przywileje w handlu zapalnikami (najlepiej wyłączność na produkcję i/lub sprzedaż).

W powyższy sposób Kreuger między 1925 a 1930 rokiem udzielił pożyczek na sumę blisko 390 mln USD.⁶ Wśród głównych pożyczkobiorców znalazły się takie kraje, jak Polska (dwukrotnie – w 1925 i 1930 roku, łącznie na sumę 40 mln USD)⁷, Francja (1927 rok – 75 mln USD), Węgry (1928 rok – 36 mln USD), Niemcy (1929 rok – 125 mln USD), Rumunia (1930 – 30 mln USD), a także na mniejsze sumy (poniżej 10 mln USD) Grecja, Ekwador, Jugosławia, Estonia, Łotwa, Wolne Miasto Gdańsk, Litwa, Boliwia, Gwatemala i Turcja.⁸ Najprawdopodobniej Kreuger zawarł także sekretne porozumienia z rządami innych państw, ale brak jest jednoznacznych dowodów na potwierdzenie tej tezy. Wiadomo natomiast, że negocjował wysokie pożyczki z Włochami i Chinami, jednakże z różnych względów nie doszły one do skutku. Niemniej jednak, dzięki tym udzielonym pożyczkom Kreuger zyskał sobie dwa przydomki, które dużo mówiły o charakterze jego imperium: „król zapalek” (*the match king*) oraz „zbawca Europy”. Pożyczki Kreugera najprawdopodobniej zapobiegły bowiem licznym kryzysom społeczno-gospodarczym w wielu krajach Europy⁹, a jego zapalczone „królestwo” nie obejmowało w zasadzie tylko Związku Radzieckiego oraz najuboższych państw świata (m.in. w Afryce Środkowej). Przedstawiciele najważniejszych mocarstw zabiegali o kontakt z Kreugerem, który począwszy od 1930 roku został jednym z doradców Prezydenta Herberta Hoovera – w szczególności imponowała jego wiedza o świecie finansów, polityki, ale także kultury i sztuki. Mało tego, pod koniec lat 20. Kreuger był wymieniany w gronie faworytów do pokojowej Nagrody Nobla.

⁶ Wartość 1 USD z 1925 roku odpowiada dzisiejszym 12,5 USD liczoną według deflatora PKB, jednak aż 162 USD biorąc pod uwagę relatywny udział 1 dolara w PKB Stanów Zjednoczonych. Biorąc pod uwagę to, że ten drugi sposób najlepiej odzwierciedla wartość inwestycji lub pożyczki w stosunku do możliwości i potrzeb ówczesnych społeczeństw, dzisiejsza wartość tych pożyczek wynosiłaby ponad 63 mld USD. Zob. Measuring Worth, www.measuringworth.com (dostęp 22.07.2011).

⁷ Szczegóły polskiego kontraktu zob. W.H. Stoneman: *The Life and Death of Ivar Kreuger*. The Bobbs Merrill Company, Indianapolis 1932, s. 264-270.

⁸ Za: L.-E. Thunholm: *Ivar Kreuger*. T. Fischer & Co., Stockholm 1995, rozdz. 11.

⁹ Dzięki owym pożyczkom Grecja była w stanie pozbyć się niechcianych przybyszów z Macedonii i Turcji, Łotwa i Estonia rozbudowywały sieć kolejową i importowały zboże, Polska łagodziła skutki powodzi i konsolidowała gospodarkę po okresie zaborów, Francuzi stabilizowali swoją walutę, a Niemcy mogli kontynuować spłatę reparacji wojennych. P.M. Cliekman: *Called to Account. Fourteen Financial Frauds that Shaped the American Accounting Profession*. Routledge, New York 2009, s. 23.

Cóż więc poszło nie tak, że dzisiaj Ivara Kreugera stawia się w jednym rzędzie z największymi oszustami wszechczasów? Przecież jego niezwykle dochodowe imperium przemysłowo-finansowe rozciągało się na cały glob, a papiery wartościowe podczas Wielkiego Kryzysu długo były oazą spokoju i aż do października 1931 roku notowano je powyżej ich nominalnej wartości! W rzeczywistości aż do lutego 1932 roku tylko Kreuger zdawał sobie sprawę, iż jego imperium, choć zbudowane na solidnych fundamentach, nie wytrzymało naporu związanego z obsługą pożyczek zaciągniętych w imię transferu amerykańskiego kapitału do Europy.

W 1923 roku Kreugerowi udało się przekonać przedstawicieli jednego z wiodących wówczas banków amerykańskich, bostońskiego Lee, Higginson & Co., do wsparcia jego planu i utworzenia holdingu International Match Corporation (IMC), dzięki któremu Kreuger mógł emitować papiery dłużne w Stanach Zjednoczonych, a wkrótce także zaistnieć na giełdzie nowojorskiej. Ponieważ jednak potencjalni inwestorzy potrzebowali silnej zachęty, aby powierzyć mu swoje pieniądze, Kreuger wprowadził mnóstwo innowacji finansowych, z których wiele funkcjonuje do dnia dzisiejszego: obligacje zamienne na akcje i gwarantowane wypłatą w złocie, udziały uprzywilejowane posiadające pierwszeństwo zaspokajania roszczeń, udziały posiadające pełne prawo do dywidend, lecz jedynie 1/1000 głosu na walnym zgromadzeniu, czy wreszcie obligacje z oprocentowaniem uzależnionym od wysokości dywidend szwedzkich, macierzystych spółek Kreugera (które wynosiły aż 25% wartości udziału). Każde oprocentowanie oferowane przez niego było zresztą niezwykle konkurencyjne, co w efekcie spowodowało, iż między 1923 a 1930 rokiem wartość udziałów w IMC wzrosła o 1100%.¹⁰ Zdarzało się także, iż Kreuger przyrzekał odkupienie swoich papierów wartościowych, jeśli pośredniczące konsorcjum bankowe miałyby problemy z ich sprzedażą. Dzięki takim zachętom Kreuger z łatwością zbierał fundusze nawet zanim zawarł jakąkolwiek umowę z rządami zainteresowanych krajów.

Wysoka skłonność do ryzyka oraz innowacje finansowe budziły podziw jego konkurentów i współpracowników, lecz pośrednio przyczyniły się do ostatecznego upadku. Kreuger, ufny w powodzenie swoich przyszłych przedsięwzięć, nieprzerwanie popełniał bowiem ten sam błąd polegający na pokrywaniu zapadających zobowiązań (odsetek, dywidend, opłat bankowych i prawnych) z nowo zgromadzonych funduszy, co nierzadko pochłaniało aż 10% ich wartości. Tym samym miał świadomość tego, iż jego sukces zależał od ciągłej ekspansji, od nieustannej ucieczki do przodu. Zapalczane monopole, firma konstrukcyjna, inwestycje w nieruchomości przynosiły ogromne zyski, jednak nie aż tak

duże, by pokryć kumulujące się dywidendy czy odsetki od zobowiązań. Ciągły rozwój pozostawał więc kluczem, a nawet krótkotrwały zastój mógł się okazać katastrofalny w skutkach. Taką stagnacją stał się Wielki Kryzys.

Imperium Kreugera przez ponad dwa lata skutecznie opierało się fatalnej koniunkturze Wielkiego Kryzysu, ale nie mogło całkowicie uniknąć stopniowego pograżania się. Jak się wydaje sam Kreuger cały czas był przekonany, że dekonunktura wkrótce się skończy i z takim nastawieniem dokonywał kolejnych posunięć polegających na zaciąganiu coraz to nowszych pożyczek, nierzadko bez pokrycia. Za jedyną gwarancję wypłacalności Kreugera służyła jego nieskazitelna reputacja, historia wysokich zysków i dywidend wypłacanych kontrahentom oraz imponujący rozmach całego przedsięwzięcia.¹¹ Wreszcie na początku 1932 roku pod naporem zaciągniętych zobowiązań oraz przy rosnącej presji pożyczkodawców Kreuger podjął decyzję o odebraniu sobie życia. 11 marca popełnił samobójstwo w paryskim hotelu, tuż przed zaaranżowanym spotkaniem z wierzycielami żądającymi wyjaśnień i dalszych gwarancji wypłacalności.¹²

Wkrótce po śmierci Kreugera na światło dzienne zaczęły wychodzić dokonywane przez niego szachrajstwa i swobodny stosunek do majątku, jakim obracał i jaki mu powierzano. Przede wszystkim wyniki finansowe spółek Kreugera były w dużej mierze wynikiem kreatywnej księgowości, w której brał udział nie tylko on, lecz także jego „osobisty” bankier Oskar Rydbeck oraz audytor A.D. Berning z prestiżowej i wiarygodnej, wydawałoby się, firmy Ernst & Ernst. Kreuger manipulował przede wszystkim zyskami swoich spółek, które uwzględniały dochody przedsiębiorstw zależnych, ale już nie ich zobowiązania. Podobnie stale przeszacowywał wartość aktywów trwałych oraz kreował sztuczne wierzytelności pomiędzy spółkami, aby dzięki temu ich pozycja finansowa była silniejsza na papierze niż w rzeczywistości. Sprawozdania finansowe spółek Kreugera przesyłane potencjalnym inwestorom czy kierownictwu giełdy nowojorskiej nie tylko były wytworem czystej fantazji, lecz wykazywały nawet wysokie zyski w latach 1921-1922, kiedy IMC jeszcze w ogóle nie istniało! I wreszcie Kreuger posiadał mnóstwo, często sekretnych, „papierowych” spółek (głównie w Europie), których jedynym zadaniem było pośredniczenie

¹⁰ Fraud and Financial Innovation: The Match King. „The Economist”, 19.12.2007.

¹¹ W 1927 roku poza przytłaczającą dominacją na rynku zapalek Kreuger był właścicielem licznych banków, kolei, kopalń, lasów, nieruchomości, fabryk i zakładów kinematograficznych (to jemu świat zawdzięcza wypromowanie gwiazdy kina niemego Greta Garbo). Kontrolował połowę światowej produkcji żelaza i celulozy, posiadał ziemię i nieruchomości we wszystkich stolicach Europy, duży zbiór dzieł sztuki. Kreuger po prostu nie mógł być niewypłacalny! F. Partnoy: Op. cit., s. 112-113; W.H. Stoneman: Op. cit., s. 263; www.qikrux.com/kreuger (dostęp 23.07.2011).

w transferach pieniężnych, aby zaciemnić całościowy obraz finansów oraz uciec przed wzrokiem amerykańskich kontrolerów i urzędników skarbowych. Kreuger zwykł także określać swoje aktywa jako „niedoszacowane” ze względu na liczne sekretne umowy z rządami, których nie mógł jednak ujawnić „w trosce” o stabilność polityczną tych krajów. Finalnym gwoździem do trumny reputacji Kreugera stało się jednak otwarte fałszerstwo obligacji włoskich, jakiego dokonał po fiasku rozmów z rządem Mussoliniego. Opiewające na wartość 142 mln USD stanowiły ostateczny argument w trakcie dyskusji o potencjalnej niewypłacalności Kreugera.

Z perspektywy czasu wydaje się, że Kreuger odkrył kamień filozoficzny pozwalający podporządkować sobie kapryśne rynki finansowe – nieskazitelną reputację i wiarygodne obietnice wysokich zysków. Kreuger długo i wytrwale pracował nad swoim wizerunkiem człowieka światowego i genialnego finansisty, który zaskarbił mu zaufanie możnych tego świata. W jedynym wywiadzie, którego udzielił w 1929 roku wpływowemu tygodnikowi *Saturday Evening Post* wypowiedział znamienne słowa będące odpowiedzią na pytanie o trzy najważniejsze źródła jego sukcesów: „One is silence, the second is more silence, while the third is still more silence”¹³. Jakże jawne potwierdzenie roli skrytości finansowej Kreugera, która była narzędziem tajnienia rzeczywistości przed inwestorami! Wkrótce po tym artykule sława Kreugera w Stanach Zjednoczonych sięgnęła gwiazd. 28 października 1929 roku Kreuger znalazł się na okładce magazynu *Time*, a artykuł przewodni opisywał jego finansowy geniusz.¹⁴ O ironio, artykuł ten ukazał się dokładnie w „czarny poniedziałek” największego kryzysu gospodarczego w historii zachodniego kapitalizmu, który wkrótce okazał się także końcem imperium Kreugera.

Śmierć Kreugera była ogromnym zaskoczeniem dla całego świata. Wkrótce zostało ono jednak przyćmione falą oburzenia, gdy prawda o nadużyciach Kreugera wyszła na jaw. Amerykańscy inwestorzy, audytorzy i bankierzy zapłacili wysoką cenę za to, że tak naprawdę nie wiedzieli nic o finansach spółek Kreugera. Lee, Higginson & Co. musiał złożyć wniosek o upadłość ponosząc koszt zbyt dużego uzależnienia od jednego klienta, którego papiery wartościowe były wkrótce warte kilka centów. Po trwającym kilka lat podsumowaniu finansów Kreugera okazało się, że przez 15 lat jego działalności „wyparowało” około 400

¹² Ze względu na chaotyczne i pobieżne oględziny miejsca zdarzenia, zniknięcie narzędzia czynu oraz sprzeczności w zeznaniach podnoszono także argument zabójstwa, jednak teza ta nigdy nie została dowiedziona. F. Partnoy: Op. cit., s. 219-224.

¹³ I.F. Marcossou: The Match King. „Saturday Evening Post”, 12.10.1929.

¹⁴ Monopolist. „Time”, 28.10.1929.

mln USD, których inwestorzy nie ujrzeli już na oczy. Straty szwedzkiego sektora bankowego szacowano na prawie 830 mln SEK, tj. około 10% ówczesnego PKB Szwecji.

Kreuger nie osiągnąłby jednak swoich sukcesów bez dogodnych okoliczności. Liberalna polityka lat 20. sprzyjała formowaniu się baniek spekulacyjnych i nie narzucała rygorystycznego sprawozdawstwa finansowego. Dopiero administracja Prezydenta F.D. Roosevelta wprowadziła w 1933 roku Security Act oraz rok później Securities Exchange Act, które ograniczały możliwość dokonywania podobnych nadużyć m.in. poprzez obowiązek ujawniania danych finansowych przedsiębiorstw, ujednoczenie zasad rachunkowości oraz ustanawiając organ kontrolny nad rynkiem obligacji. W przewrotny sposób ustawodawstwo to można uznać za realną i trwałą spuściznę Ivara Kreugera.

Przypadek Kreugera wydaje się mówić natomiast wiele o istocie samego rynku. Inwestorzy nabywali jego papiery wartościowe dysponując jedynie zdawkowymi i nieprecyzyjnymi sprawozdaniami finansowymi, kupowali przyrzeczenie przyszłych zysków biorąc napompowane aktywa za dobrą monetę. Sukces udziałów z 1/1000 głosu dowodził także tego, że inwestorzy byli bardziej zainteresowani zyskami niż faktyczną władzą i odpowiedzialnością za dobro spółki. Zarządy spółek, ufne w talent finansowy Kreugera, pozwalały mu na arbitralne żonglowanie aktywami między przedsiębiorstwami. Prawo naruszył najprawdopodobniej raz – przy fałszerstwie włoskich obligacji – i tego nie można usprawiedliwić. Gwoli prawdy jednak, wiele ludzi i instytucji miało niejednokrotnie możliwość przejrzania spółek Kreugera – Lee, Higginson & Co., giełda nowojorska, liczni bankierzy, audytorzy, a w ostateczności inwestorzy i dziennikarze. Nikt tego jednak nie uczynił. Gdzie leży więc problem zasadniczej winy Kreugera? Być może należy go szukać w próbach usprawiedliwienia ludzkiej chciwości i pragnienia łatwych zysków.

Czy Kreugera można zatem uznać za prekursora dzisiejszego szwarccharakteru Bernarda Madoffa? Podobieństwa są raczej powierzchowne. Przede wszystkim imperium Kreugera nie było „czystym” przypadkiem piramidy Ponzi’ego ponieważ opierało się na imponujących i wysoce dochodowych aktywach na całym świecie. Nie musiało także upaść – Kreuger po prostu w pewnym momencie przeliczył i nie potrafił odpuścić kilku transakcji w okresie Wielkiego Kryzysu w obawie o utratę reputacji błyskotliwego finansisty, nad którą długo pracował. Nie wolno także zapominać, że Kreuger stworzył ogromne imperium finansowo-przemysłowe prawie z niczego, a jego zmysł przedsiębiorczości był niezaprzeczalny. Mimo wszystkich jego nadużyć i malwersacji warto również zauważyć, iż w pewnym sensie transferował na masową skalę pieniądze z najzamożniejszego społeczeństwa

globu do krajów potrzebujących. W istocie próżno szukać jego naśladowców w historii świata.