

*Gülnaz Salmanova**

“Tanrının işi” iflas prosesində

Annotasiya

Anderrayting, Birləşmə və Qoşulma kimi fəaliyyətləri əsas istiqaməti olan investisiya bankçılığı vasitəçilik xidməti ilə nəinki bankçılıq sektorunda, bütünlükdə dünya iqtisadiyyatında spesifik yer tutur. Məqalədə investisiya banklarının iflas prosesi və iflasına aparən səbəblər araşdırılmışdır. Bununla bağlı ex-post və ex-ante halında iflas normaları üçün müəyyənləşdirilməli olan əsas amillər açıqlanmışdır. 2007-2008-ci illərin qlobal maliyyə böhranında investisiya banklarının oynadığı rol, “bata bilməyəcək qədər böyük” konsepti, dövlətin bu bankların iflasında və qurtarılmasında yeri və səbəbləri diskussiya edilmişdir. Sonda isə, böhrandan çıxarılan dərsələr, Dodd-Frank Uoll Strit Reformu və İstehlakçıların Hüquqlarının Qorunması Qanunu və Volcker Rule-dan doğan nəticələr analiz edilmişdir.

Abstract

Investment banking that includes traditional activities such as underwriting and Mergers & Acquisitions, with its intermediary function, is a pinnacle not only in banking system, also in global economy. The bankruptcy process of investment banking and related reasons were researched. The legal factors that should be determined for bankruptcy standards were clarified. Moreover, the role of investment banks in 2007-2008 global financial crisis, “too big to fail” concept, the position of government during the process of bank bankruptcy and bank bailouts were discussed. Finally, lessons from financial crisis, the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act and implications of Volcker Rule have been analysed.

Mündəricat

Giriş.....	210
I. İnvestisiya bankçılığı nədir? Ənənəvi bankçılıq?.....	212
A. Birləşmə və Qoşulma: Al və ya Yarat.....	214
B. Anderrayting və İlkin kütləvi təklif (IPOs).....	216
C. Aktivlərin idarə olunması (asset management).....	218
II. İnvestisiya banklarının iflas prosesi.....	218
A. Ex-ante və ex-post halında bank iflası: İflas normaları banklara necə kömək edir?.....	218
B. 2007-ci il maliyyə böhranında bankların iflasına uğramasının əsas səbəbləri.....	220
C. İnvestisiya bankları bundan necə təsirləndilər?.....	223

* Bakı Dövlət Universiteti, Hüquq fakültəsi, 3-cü kurs, 1436-cı qrup tələbəsi.

1) <i>Lehman Brothers</i> çöküşü	223
2) <i>Bear Stearns-in</i> qurtarılması.....	225
III. Dodd-Frank Qanunu və Volcker Rule: İnvestisiya banklarının yeni dövrü	227
Nəticə.....	229

Giriş

İnvestisiya bankları öz fəaliyyət istiqamətində istiqrazların alğı-satqısı ilə yanaşı, öz biznesini yaratmaq istəyən şəxslərə yatırımlar edir və bu sahədə məsləhətlər verir, texniki yardımlar göstərir, şirkətlərin birləşməsini, özəlləşdirilməsini və yenidən qurulmasını həyata keçirir, bununla bağlı təkliflərini verir, maliyyə ehtiyaclarını ödəmək məqsədilə səhmlərin alğı-satqısında vasitəçi rolunu oynayır və razılaşıdırılmış qiymətə satılacağına zəmanət verir. Həmçinin, şirkətlərin maliyyə planları, daxili strukturu və digər məsələlərlə bağlı müşahibətlik xidmətləri göstərir. Məhz bu səbəblərlə bağlı olaraq, investisiya bankları öz sektorunda daim diqqət mərkəzində olurlar.

İnvestisiya banklarının səmərəliliyinin düzgün olaraq qiymətləndirilməsinə olan ehtiyac müxtəlif səbəblərlə izah edilir. Birincisi, investisiya bankları şirkətlər, hökumət və investorlar üçün açıq və ya özəl maliyyə əməliyyatları həyata keçirdiklərinə görə bir çox tərəfdaşa sahibdirlər. Fəaliyyət səmərəliliyinin qeyri-dəqiq qiymətləndirilməsi performans analizlərinin obyektivliyini sual altına sala bilər və dolaylı yolla da maliyyə çətinliklərini ört-basdır etməklə, bütün tərəfdaşlar üçün mənfi nəticələrə gətirib çıxara bilər. İkincisi, investisiya bankçılığı ən universallaşan sahələrdən biridir: müxtəlif ölkələrdən investisiya bankları bütün ölkədəki müştəriləri qazanmaq uğrunda bir-birləri ilə rəqabətə aparır. Bu səbəblə, investisiya banklarının səmərəliliyi qiymətləndirilərkən milli bankinq bazarına fokuslanmaq əvəzinə məsələyə ümumdünya perspektivindən yanaşmaq lazımdır. Üstəlik, bu bankçılıq risk daşıma (risk-taking) və risk transferi (risk-transferring) xidmətlərinə əsaslanan qarışıq bir biznesdir. Buna görə, risklərin düzgün qiymətləndirilməsi bu bankların səmərəliliyinin müəyyənləşdirilməsində vacib rol oynayır. Son olaraq, investisiya bankçılığı gəlirə əsaslandırılmış bir biznesdir. Xərclərin idarə edilməsi hər zaman insan resurslarının hakimiyyəti altındadır və İT, qlobal infrastruktur, məhsul platformalarına qoyulan investisiyalardan təsirlənmişdir. Bununla da, xərclər və gəlirlər arasındakı münasibətlərdən doğan problemlərlə gündəmə gəlir ki, bank aspektindən baxdıqda onların xərc bazasını zaman içərisində gəlir yaratma potensialı ilə uyğunlaşa biləcəyi görülür.

Ümumi çərçivədən nəzər yetirdikdə, banklar protsiklik davranışa meyilli olurlar. Belə ki, iqtisadiyyatın yaxşı günlərində olmalı olduğundan daha çox riskə gedirlər, məsələn, bu, aşağı standartlarla həddindən artıq kredit verilməsi ilə baş verir. Pis vaxtlarda isə, onlar qəti dəyişikliklərə gedərək, kredit verməyi maksimum azaldılar: bunu bütün banklar eyni zamanda etdiyində böhran daha da dərinləşir. İflas prosesinin mahiyyətindən, bankların bundan nə dərəcədə təsirlənib-təsirlənmədiyindən və ya kapitala ehtiyacının olub-olmamasından asılı olmayaraq, onlar böhran ərafəsində kredit standartlarını daraldaraq, ekspansiya halında isə bu standartları genişləndirirlər.

Buna baxmayaraq, 2007-ci ildə ABŞ-da baş verən iqtisadi böhranın ən ağır fəsadlarından biri də ən böyük investisiya banklarının müflisləşməsi və iflası oldu. 2008-ci ilin 15 sentyabrında ən böyük investisiya banklarından biri olan Lehman Brothers öz hissələrini Barclays-a satmış, məhkəmə isə İflas Məcəlləsinin 11-ci Fəslinin müddəalarına əsaslanaraq iflası rəsmiləşmişdir.¹ ABŞ-ın 5-ci ən böyük investisiya bankı olan Bear Stearns-ın ipoteka təminatlı istiqrazları onun çöküşünü gətirdikdən sonra JP Morgan Chase investisiya bankı tərəfindən səhm başına 10 dollara qədər endirilmiş bir qiymətlə satın alınır, 30 milyard dollara qədər azalmış sərvəti Federal Ehtiyat Sistemi tərəfindən iflasdan qurtarılır.² Merrill Lynch isə Amerika Bankının tərkibinə qatılmışdır. Bunun davamında Morgan Stanley və Goldman Sach da müflisləşərək investisiya bankçılığı fəaliyyətini dayandırmış, hissələri satılaraq bank holding şirkəti kimi fəaliyyətə başlamışdır. Baş verən hadisələr Uoll Stritin dayaqlarını bir neçə ay içərisində alt-üst etmişdi.

Bu müddət ərzində ABŞ investisiya banklarını iflasdan qurtulmaq üçün göstərdiyi yardımlarla yanaşı, iqtisadi böhrandan doğan nəticələri aradan qaldırmaq, açıq şəkildə özünü biruzə verən səhvləri düzəltmək məqsədilə qanunvericilikdə də dəyişikliklərə gedir. 2013-cü ilin dekabrında 5 federeal agentliyin – Federal Rezerv Bankının, Federal Depozitlərin Sığortalanması Korporasiyası³, Birja və Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiya⁴, Valyuta Yoxlanması İdarəsi⁵, Əmtəə Fyuçerslərinin Ticarət Komissiyası⁶ kollegiyaları tərəfindən, həmçinin Federal Ehtiyat Sisteminin keçmiş sədri Paul Volcker-in adı ilə “Volcker Qanunu” kimi tanınan Dodd-Frank Uoll Strit Reformu və

¹ Kenneth Ayotte & David A. Skeel, Jr., *Bankruptcy or Bailouts?*, 35 The Journal of Corporation Law, 469, 481 (2010).

² The Financial Crisis of 2008: Year In Review 2008 (2009), <https://www.britannica.com/topic/Financial-Crisis-of-2008-The-1484264> (son baxış Sent 15, 2016).

³ *İngiliscə*: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

⁴ *İngiliscə*: Securities and Exchange Commission (SEC).

⁵ *İngiliscə*: Office of the Comptroller of the Currency (OCC).

⁶ *İngiliscə*: The Commodity Futures Trading Commission.

İstehlakçıların Hüquqlarının Qorunması Qanununun⁷ 619-cu maddəsi üzərində son dəyişikliklər edilir. Bu qanunda irəli sürülən əsas motiv bankçılıq fəaliyyəti ilə investisiya bankçılığı fəaliyyətinin bir-birindən ayrılmasından ibarətdir. Təklif edilən əsas qadağalar isə bunlardır: birbaşa və ya dolaylı yollarla kapital əldə etmək, partnyorluq və qanunun yol verdiyi hallar istisna olmaqla digər mülkiyyət maraqları və ya gizli sərmayə sponsorluğu, həmçinin investisiya və ya özəl sərmayə ilə özəlləşdirmə, sponsorluq, məsləhət vermə və menecmentlik kimi vasitəçilik xidmətlərinin həyata keçirilməsi.⁸

I. Investisiya bankçılığı nədir? Ənənəvi bankçılıq?

İnvestisiya bankçılığı modern dünya iqtisadiyyatında maliyyə sektorunun əsas hissəsini təşkil edən, olduqca gəlirli olmasına baxmayaraq böyük risklər tələb edən bir məşğuliyyətdir. 1933-cü ildə “bank aktivlərindən daha səmərəli istifadə və təhlükəsizliyi təmin etmək, banklararası münasibətləri tənzimləmək, spekulativ əməliyyatlar zamanı yeyintinin qarşısını almaq və digər məsələləri tənzimləmək məqsədilə” ABŞ-da qüvvəyə minən Glass-Steagall Aktı ilə kommersiya və investisiya bankları bir-birindən ayrılaraq müstəqil fəaliyyət göstərməyə başladılar:⁹ artıq hər bir bankın göstərdiyi xidmət növləri qanunvericiliklə müəyyənləşdirilmişdi və investisiya bankçılığı ilə məşğul olan bank kommersiya bankçılığı sferasına daxil olan hər hansı bir fəaliyyətlə məşğul ola bilməzdi və ya əksinə. Lakin, elmi araşdırmalar onu göstərdi ki, bankçılığın kombinasiyası və anderrayting 1930-cu illəri əhatə edən Böyük Böhranda bankinq problemlərinə səbəb olmamışdır. 1990-cı illərdə məhdud fəaliyyət dairəsinin bu sahədə olan problemlərin həllində effektiv olmaması, texnologiyanın inkişafı ilə bir şirkətdən əldə edilən məlumatların bir başqasına faydalı ola bilməsi üçün sürətlə ötürülməsi bu Aktın səmərəsizliyinin bariz nümunəsi idi.¹⁰ Bu səbəblərlə, 1999-cu ildə GrammLeach-Bliley Aktının qəbul olunması ilə Glass-Steagall Aktının qüvvədən düşmüş hesab edildi və artıq banklar eyni anda həm kommersiya, həm də investisiya fəaliyyəti ilə məşğul ola bilərdilər. Qanun bankçılıq, qiymətli kağızlar və sığorta sahələrinin bir-birinə yaxınlaşmasına təkan verdi. Qanunun qəbulundakı açar hissə bütün maraqlı tərəflərin “funksional tənzimləmə” anlayışı ətrafında ümumilikdə

⁷ *İngiliscə*: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

⁸ A Closer Look the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. The Volcker Rule Proposal: Regulator Propose Restrictions on “Covered Funds” (2011), 2, <http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/assets/closer-look-volcker-covered-funds.pdf> (son baxış Sent 15, 2016).

⁹ Banking Act of 1933, commonly called Glass-Steagall (2013), <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/25> (son ziyarət: Okt 30, 2016).

¹⁰ Carlos M. Peláez and Carlos A. Peláez, Regulation of Banks and Finance, 124 (2009).

razılaşması idi.¹¹ “Funksional tənzimləmə” ilə maraqlı hüquqi şəxslərə tətbiq olunan tənzimləyici münasibətlərinin mütəmaddililiyinə bir növ qarantıya verilir.¹² Nəticə olaraq isə, “funksional tənzimləmə” o dövr üçün maliyyə sistemindəki tektonik miqyas və əhatə dairəsində olan dəyişikliklərə baxmayaraq öz öhdəliklərini yerinə yetirmişdi.¹³

Amerikada fenomen kimi görülməyə başlanan bu bank növünün ənənəvi istiqaməti qiymətli kağızların alqı-satqısı olsa da, gün keçdikcə daha da genişlənən fəaliyyət dairəsi mövcuddur. İnvestisiya bankçılığı Britaniyada “ticarət bankçılığı”¹⁴ da adlanır ki, bunun da əsas səbəbi Britaniyada yerləşən investisiya banklarının amerikan investisiya banklarına nisbətə maliyyə bazarlarında daha böyük üstünlüyə səbəb olmasında idi.¹⁵

İnvestisiya bankirlərinin əsas iş təcrübəsi maliyyə bazarında investorların likvidlik (nəğd pul) və birja məzənnəsi ilə təmin etmək məqsədilə qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi və alqı-satqısı, səhmlərin birləşdirilməsi və əldə edilməsi ilə bağlı dəyərləndirmə, anderraytinq təşkil edir. Qiymətli kağızlara səhmlər və istiqrazlar, ilkin kütləvi təklifi kimi sərmayə təklifləri və digər təkliflər nəzərdə tutula bilər. Bu bankların əksəriyyəti kredit vermir və depozit qəbul etmirlər. Əslində isə, vasitəçi kimi fəaliyyət göstərir, sərmayə və istiqrazların satıcıları ilə alıcıları arasında yaranan əlaqələri uyğunlaşdırmağa çalışırlar. Şirkətlər istiqrazların bazara çıxarılmasında və yerləşdirilməsində zamanlama ilə bağlı məsələlərdə, o cümlədən maliyyələşdirilməsi zamanı qiymətləndirmədə, maliyyə bazarlarındakı təbii coğrafi bölgü səbəbilə bir növ bu banklardan asılıdırlar.¹⁶ Bu banklar ekstremal bilinməzliyinin mövcud olduğu situasiyalarda ticarəti asanlaşdırmaq üçün vardır.¹⁷ Yəni, tərəflərin sövdələşmənin bütünlüklə təsvirini görmədiyini, vacib faktların əldə edilməsinin və əlaqə qurulmasının çox çətin olduğu, kritik məlumatların üçüncü şəxslər tərəfindən asanlıqla təsdiqlənməsinin mümkün olmadığı dövrlərdə, sanki bir məhkəmə kimi qərarın verilməsini təmin edir.¹⁸

¹¹ Cornelius Hurley, *Paying the Price for too Big to Fail*, 4(2) *Entrepreneurial Bus. L.J.* 351, 355 (2009-2010).

¹² *Yenə orada*.

¹³ *Yenə orada*.

¹⁴ *İngiliscə*: merchant banking.

¹⁵ Prof. Earl Kay Stice-ın fikrincə, investisiya bankları anderraytinq və Birləşmə&Qoşulma kimi funksiyalarını əsas gətirərək, əslində bu bankçılığın tam bir bank sahəsi olmadığını, ayrıca bir maliyyə institutu olduğunu göstərir.

¹⁶ Carlos M. Peláez and Carlos A. Peláez, yuxarıda istinad 10, 159.

¹⁷ Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr., *Trust, Reputation and Law: the Evolution of Commitment in Investment Banking*, 7(2) *Journal of Legal Analysis* 363, 379 (2015).

¹⁸ *Yenə orada*.

Hər bir investisiya bankının fərqli yanaşması mövcud olsa da¹⁹, bir sıra böyük banklar biznes prinsiplərini (i) korporativ və dövlət müştəriləri üçün kapital artımı və Birləşdirmə&Qoşulma əməliyyatlarına fokuslanan biznes idarəçiliyi; (ii) şirkətlərə kapital qoyma, vasitəçilik, risklərin idarə edilməsi xidmətləri, bununla bağlı tədqiqat aparılması, həmçinin müştərilərlə əlaqədar olmayan kapital qoyma fəaliyyətlərində iştirak etmə; (iii) fərdi investor və şirkətlərə maliyyə vəsaitlərinin idarə edilməsi üzrə təhlil və məsləhətlər verilməsi üzərində qurur.²⁰

A. Birləşmə və Qoşulma:²¹ Al və ya Yarat

İttifaqlar, birgə müəssisələr, stratejik satın almalar, birləşmələr yaratmaq və təşkil etmək Birləşmə və Qoşulma (bundan sonra – M&A) fəaliyyətinin bir hissəsini təşkil edir. M&A qısaca, iki şirkətin bir şirkət adı altında birləşməsidir. Mətbuatda bu terminlər bəzən bir-birlərinin yerinə də işlədilir və aralarındakı fərq özünü əsasən mühasibat əməliyyatlarında göstərir. Terminlər arasında elə ciddi bir fərq olmasa da, hər birinə ayrı-ayrılıqda şərh verilir: birləşmə - adətən, aktivlərinin bazar dəyəri təxminən eyni olan iki şirkətin bir ad altında “yenidən yaranmasıdır”. Bununla da, birləşən şirkətlər öz mövcudluğunu “dayandırır”. Buna həm də, “bərabərlərin birləşməsi” (merger of equals) də deyilir. Məsələn, Chrysler və Daimler-Benz şirkətləri birləşərək öz fəaliyyətlərini dayandırmış və DaimlerChrysler adı altında yeni bir şirkət kimi yollarına davam etmişdilər. Uoll Stritdən gələn ənənə ilə “acquisition” adlanan Qoşulma daha böyük bir şirkətin kiçik şirkəti satın alınması ilə onun sahibinə çevrilməsidir. Adətən, satın alan şirkət birləşdirilmiş şirkətin hüquqi cəhətdən varlığını ləğv edir, bir növ “udur”, bütün aktivlərini və öhdəliklərini öz üzərinə götürür. Örnək kimi 2004-cü ildə camaşır və qab yuma məhsullarının dünya üzrə istehsalçısı olan Procter&Gamble şirkəti, Goldman Sachs və USB investisiya banklarının vasitəçiliyi ilə bazar dəyəri təxminən 57.5 milyard ABŞ dolları olan istehlak məhsulları şirkəti Gillete-i satın almışdı.

M&A sadəcə investisiya bankının fəaliyyət dairəsinə daxil deyil, həmçinin hüquq və audit firmaları, brokerlik fəaliyyəti və ya məhz bu fəaliyyət üzrə ixtisaslaşan şirkətlər tərəfindən də həyata keçirilir. Banklar M&A-dan müxtəlif üsullarla gəlir əldə edirlər: sövdələşmənin strukturunun qurulmasında, strategiyanın – xüsusilə də, müzakirəyə açıq təkliflərdə idarə

¹⁹ Məsələn, Merrill Lynch & Co. Inc. Şirkətinin fəaliyyətini kapital bazarlarının idarə olunması, investisiya bankçılığı və məsləhət xidmətləri, sərvət və mülklərin idarə olunması, sığorta, qlobal miqyasda bankçılıq, əlaqəli məhsullar və xidmətlər əhatə edirsə, Goldman Sachs çoxşaxəli müştərilərinə qlobal investisiya bankçılığı, qiymətli kağızlar və investisiyanın idarə edilməsi ilə bağlı məhsulları təklif edir.

²⁰ David P. Stowell, An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm, 6 (2010).

²¹ *İngiliscə*: Mergers & Acquisitions.

edilməsində, razılaşmanın uğurla təmin edilməsində vasitəçiliyi ilə sazişin ümumi dəyərinin bir faizindən iki faizinə qədər məbləğdə kompensasiya ala bilərlər. Bununla yanaşı, investisiya bankları M&A üzərindən maliyyələşmə işlərindən, həmçinin, M&A ilə bağlı bütün mübahisəli məsələlərdə “arbitraj departamenti” rolunu oynayaraq da gəlir əldə edə bilərlər.²² Bankirin missiyası səhmdarın hissəsini maksimuma çıxaran və şirkət risklərini minimuma endirən əməliyyatları tamamlamaqla, müştərilərinin etimad göstərdiyi konsultant olmaqdır.

Prinsipial olaraq, M&A ilə məşğul olan bankların məhsulları bundan ibarətdir: (i) bütün bir şirkətin və ya aktivlərinin bir qisminin satışı və ya birləşdirilməsini özündə ehtiva edən satış əməliyyatları (sell-side transactions); (ii) bütün bir şirkətin və ya aktivlərinin bir qisminin alışı-satqısını özündə ehtiva edən alış əməliyyatları (buy-side transactions); (iii) səhmdar dəyərini artırmaq, ya da şirkətin kapital strukturunu iflasdan qorumaq və ya satış əməliyyatlarını daha da asanlaşdırmaq üçün reskruzasiya və ya yenidənqurma əməliyyatları; (iv) bərabərlərin birləşməsi; (v) arzuolunmaz satınalma fəaliyyətinin qarşısını almaqla, iddiaçıya bununla bağlı stratejik və taktiki məsləhətlər verilməsindən ibarət “qərəzli satınalmalardan müdafiə”²³ məsləhət xidmətləri.²⁴ Onu qeyd etmək lazımdır ki, qərəzli satınalmalar nadirən uğurla həyata keçirilir. Bisnes qaydalarına uyğun olaraq, “başqasının əlindəkini məcburən almaq üçün döyüşə başlayan tərəf uğurlu ola bilməz”.²⁵ Təklif sahiblərinin üstün iqtisadi göstəriciləri, uzun və çətin prosesi aparmaq iradələri olmadıqca qərəzli satınalmalardan istifadə etməsi məsləhətli deyil.²⁶ Məhz bu ünsürlər satınalmanın müvəffəqiyyətli olub-olmayacağını müəyyən edir.

Bir bankir üçün M&A son dərəcə sərfəli fəaliyyətdir və sözü gedən əməliyyatların həyata keçirilməsi üçün bir çox səbəblər vardır. Ola bilər ki, kiçik sahibkarlıqla məşğul olan şəxs nağd pula ehtiyacı olduğu üçün və ya sadəcə pensiyaya çıxmaq üçün öz şirkətini satmaq istəyir. Səbəb hər nə olursa olsun, M&A konsultantları mövcud situasiyada vəziyyəti ələ alırlar. İlkin kütləvi təklifdən fərqli olaraq, birləşmə əməliyyatlarında satış təmsilçiləri, treyderlər və ya analiz mütəxəssisləri birbaşa iştirak etmir, baxmayaraq ki, araşdırma və analiz birləşmə üçün “nemət” rolunu oynayır.²⁷ Bununla belə, bank müştərinin hədəflədiyini və bankın rahatlıqla yerinə yetirməsini istədiyini

²² Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 16, (5th ed. 2011).

²³ *İngiliscə*: hostile takeover defenses.

²⁴ Stowell, yuxarıda istinad 20, 14.

²⁵ Fred B. White, *M&A in the Banking Industry: Legal Perspective*, 1 Fordham Fin. Sec. Tax L. F. 5, 6-7, (1996).

²⁶ *Yenə orada*, 7.

²⁷ Tom Lott, Derek Loosvelt and others, *Vault Career Guide to Investment Banking*, 50 (2005).

“sabit müştəri razılaşmasında” kumulyativ qeyri-dəqiq gəlirlərə²⁸ görə məsuliyyət daşımır. Burada 2 əsas nüans vardır: Birincisi, əlverişli sövdələşmələri və fürsətləri dəyərləndirmə qabiliyyətinə bank deyil, müştəri malikdir. İkincisi, müştəri böyük ehtimalla özünü “imperatorluq binası” olduğunu zənn etdiyindən səhm hissələrinin dəyərini artırmağa çalışmaz.²⁹ Bank, gəlirlərin mənfi göstəricilərə sahib olacağını əvvəlcədən bildirə bilər, ancaq müştərinin yenə də öhdəliyin yerinə yetirilməsini tələb etdiyi halda, gəlirlərin arzuolunan olması (və ya olmaması) bankirin bacarıqları ilə deyil, yüksək keyfiyyətlərə (və ya aşağı keyfiyyətlərə) malik müştərinin sisteməlik mandatlaşdırmasından asılı olacaqdır. Praktikada, böyük şirkətlərin M&A razılaşmalarının təxminən yarısı tək bir təklif sahibi ilə aparılan danışıqları özündə ehtiva edir. Təkliflərin çox olduğu razılaşmalarda limitli təklif sahibləri ilə nəzarət altında danışıqlar aparılır.³⁰ Potensial alıcıların siyahısını azaltmaqla məxfilik müqaviləsinin şərtlərinə uyğun olaraq, banklar “satılan” firma haqqındakı məlumat axınına bir növ nəzarət altına almış olurlar.³¹

M&A nəinki banklar tərəfindən, həmçinin bankların özünə də tətbiq olunur. Bu zaman çətin vəziyyətə düşmüş, ancaq hələ də ödəmə qabiliyyətinə malik olan bank üçün bütünlüklə satın ala biləcək bank axtarılır. Satın alan bank çətin vəziyyətə düşmüş bankların sadəcə aktiv və passivlərinin deyil, bütünlükdə hüquqi şəxsin sahibi olur. Texniki cəhətdən isə M&A çətin vəziyyətdəki bankın səhmlərinin birbaşa birləşdirilməsi və ya hər iki bankın yeni bir bank holding adı altında birləşdirilməsi yolu ilə həyata keçirilir.

ABŞ-da 2008-ci il maliyyə böhranına “cavab” olaraq 2010-cu ildə qəbul olunan Dodd-Frank Uoll Strit Reformu və İstehlakçıların Hüquqlarının Qorunması Aktı M&A razılaşmaları ilə bağlı bir sıra müddəaları özündə əks etdirir. Bu baxımdan, Akt (i) alan tərəfə kapitallaşdırma və idarəçiliyin ən yaxşı formada yerinə yetirilməsi tələbini qoyur; (ii) öhdəlik və depozitlər üzərində müəyyən məhdudiyyətlər qoyur; (iii) requlyatorlara sistemli risk yaratması ehtimal olunan razılaşmalardan çəkinməyə vadar edir.³²

B. Anderraytinq və İlkin kütləvi təklif (IPOs)

Ümumiyyətlə, investisiya bankları anderrayter kimi müştərilərinə 2 müxtəlif xidmət göstərir: Qiymətli kağızlar üzrə anderraytinq və kapital artımı üzrə anderraytinq.

²⁸ *İngiliscə*: Cumulative Abnormal Returns (CAR). Kumulyativ qeyri-dəqiq gəlirlər ümid edilən gəlirlə səhmlərin real gəliri arasındakı fərkdir və bütün qeyri-dəqiq gəlirlərin cəmindən ibarətdir. Bundan adətən məhkəmə işlərində və satınalmalarda səhm hissəsinin dəyərinə olan təsirini müəyyən etmək üçün istifadə olunur.

²⁹ Jack Bao, Alex Edmans, Do Investment Banks Have Skill? Performance Persistence of M&A Advisors, 3. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/09/0921.pdf>.

³⁰ Morrison and Wilhelm, *yuxarıda* istinad 17, 390.

³¹ *Yenə orada*.

³² Michael J. Aiello and Heath P. Tarbert, *Bank M&A in the Wake of Dodd-Frank*, 127 Banking L.J. 909, 910 (2010).

Kapital artımı üzrə anderraytinq şirkətin istiqrazlarını İlk kütləvi təklif³³ (bundan sonra – IPO) və ya təkrar təklif (yerləşdirmə)³⁴ ilə anderraytinq xidmətlərinə görə emitent şirkətdən, yəni dövrüyyəyə qiymətli kağızlar buraxan şirkətin gəlirlərinin təxminən 7%-i məbləğində gəlir əldə edirlər ki, bu da investisiya bankları üçün daha qazanlı fəaliyyətə çevrilir.³⁵ Emitent iştirakçı ilə bank arasında bağlanan müqavilə 2 fərqli növdə ola bilər: Birincisi, “tam öhdəlik” xarakterli anderraytinqdır³⁶, bank emissiyanın satışında bütün riskləri öz üzərinə götürür, hansı ki, bankla emitent arasında razılığa gəlinmiş qiymətdən aşağı satılmayacağına qərantıya verir və məhsulun həm fərdi investorlar, həm də investisiya şirkətlərində tanınması və təmsilçiliyini həyata keçirir. İkincisi isə, “ən yaxşı səylər” prinsipinə əsaslanan anderraytinqdır³⁷ ki, burada anderrayter səhmlərinin satışı ilə razılaşır, ancaq qiymət barəsində qərantıya vermir.³⁸ Bundan başqa ilkin kütləvi təklifdən sonra satılmamış emissiyanın müəyyən bir məbləğ qarşılığında anderrayter tərəfindən şirkətdən alınması kimi bir prosedura da vardır ki, bu da zəmanətli anderraytinq³⁹ adlanır.⁴⁰

ABŞ praktikasında anderrayterlər firmalara yerləşdirmə xidməti göstərir və istiqrazları ixrac etdikdən sonra investorlar arasında dilerlik edərək korporativ istiqrazlar bazarında mərkəzi rol oynayırlar.⁴¹

IPO emitentin risk, xərc və rüsumlarla bağlı diqqətli davranmalı olduğu bir proses olsa da, bu şirkətin uğurla böyüməsi və dolayısı yolla da, səhm hissələrinin artması üçün effektiv şərait yaradaraq maliyyə vəziyyəti üçün baza rolunu oynayır. Digər bir avantaj isə daha çox insanın məlumatlandırılması ilə ictimai təsiretmənin artması və şirkətin korporativ imicinin inkişaf etməsidir. Bu isə, açıq səhmdar cəmiyyətinin qurulmasından irəli gələn tələblərdən asılı olaraq, insanlar tərəfindən daha böyük etimad qazanılmasına səbəb olur. IPO riskli kapital üçün də bir çıxış nöqtəsidir.⁴²

³³ *İngiliscə*: An Initial Public Offering (IPO). IPO bir şirkətin ilk dəfə olaraq öz səhmlərini açıq bazarda kütləvi şəkildə satışa çıxarmasıdır. Başqa sözlə, şirkətin qapalı səhmdar cəmiyyəti formasından açıq səhmdar cəmiyyəti formasına keçməsidir. əsası açıq səhmdar cəmiyyəti formasında qoyulan şirkət də bu yolla ilk dəfə səhmlərini bütünlükdə və ya bir hissəsini kütləvi təklif etməsi də buna aiddir.

³⁴ *İngiliscə*: secondary offering və ya subsequent secondary

³⁵ K. Thomas Liaw, *The Business of Investment Banking*, 117 (3rd ed. 2012).

³⁶ *İngiliscə*: firm-commitment underwriting.

³⁷ *İngiliscə*: best-efforts underwriting.

³⁸ Liaw, *yuxarıda istinad* 35, 118.

³⁹ *İngiliscə*: standby underwriting.

⁴⁰ Black's Law Dictionary, 1665 (Edited by Bryan A. Garner, 9th ed. 2004).

⁴¹ Florian Nagler, Giorgio Ottonello, *Structural Changes in Corporate Bond Underpricing*, Baffi Carefin Centre Research Paper Series No. 2017- 48, 1.

⁴² Liaw, *yuxarıda istinad* 35, 120.

C. Aktivlərin idarə olunması (asset management)

Aktivlərin idarə edilməsi öz-özlüyündə səhmdar kapitalı, sabit gəlirli investisiyalar və pul bazarında yatırımlar üzrə məsləhət xidmətlərinin göstərilməsidir. Bu xidmət həm fərdi investorlar, həm də təşkilatlara yönəlsə də, investisiya bankçılığında bu əsasən böyük firmalara və təşkilatlara fokuslanır. İntestisiya menecerləri ilə əlaqələr qurmaq investisiya bankları üçün daha cazibəlidir. Çünki korporativ maliyyə kimi ənənəvi investisiya bankçılığı fəaliyyətində riskləri öncədən təxmin etmək və buna qarantıya verməkdənsə, aktivlərin idarə olunması kimi daha uzunmüddətli və sağlam münasibətlərin qurulması ilə xarakterizə olunan fəaliyyət daha əlverişlidir. Digər tərəfdən, aktivlərin idarə edilməsi menecmentlik ödənişi ilə yanaşı, işin icrasına edilən ödənişləri də qarşılıdır. Menecmentlik ödənişi idarə olunan aktivlərin faizindən asılıdır və bu ödənişdən əldə olunan gəlirlər daha problemsiz və proqnozlaşdırıla biləndir.

II. İntestisiya banklarının iflas prosesi

A. Ex-ante və ex-post halında bank iflası: İflas normaları banklara necə kömək edir?

“İflas” sözünün özü belə bankların müvəffəqiyyətsizliyindən törənmişdir. İngiliscə “bankruptcy” olan bu ifadə italyan mənşəli sözdür və “bankın çöküşü” mənasına gələn “*banca rotta*” ifadəsindən yaranmışdır.⁴³ Banklar, onların iflas məsələlərinin həll edilməsi yönündə korporativ iflas qanunlarına uyğun olmayan başqa üsullarla digər şirkətlərdən daha özəl və müxtəlif olaraq dəyərləndirilir.⁴⁴ Bunun səbəbi, bir sıra ölkələrdə, bank sistemindəki müflisləşmənin iqtisadiyyata müvafiq səbəblər ucbatından müflisləşən və ya ödəmə qabiliyyətini itirən başqa şirkətlərin müflisləşmələrdən daha çox zərər vurması və daha çox “yoluxma” effekti yaratmasındadır. Bu müflisləşmələr birinci növbədə depozitorların və digər kreditorların zərərinədir, uzunmüddətli bank-müştəri münasibətlərinin pozulmasına, ödəniş sistemini darmadağın etməklə birlikdə, digər banklara, maliyyə qurumlarına və hətta ümumilikdə bütün makro-iqtisadiyyata mənfi təsirini göstərir.⁴⁵

⁴³ Peter P. Swiret, *Bank Insolvency Law Now That It Matters Again*, 42(3) Duke Law Journal 469, 471 (1992).

⁴⁴ Məsələn, Azərbaycan qanunvericiliyində kommertiya fəaliyyəti ilə məşğul olan müəssisələrin müflisləşmə və iflası ilə bağlı üsul, şərt və qaydaları müəyyənləşdirən “Müflisləşmə və iflas haqqında” qanun banklara şamil edilmir. “Banklar haqqında” qanunun X fəslı bu mövzuya həsr edilmişdir və yalnız bu qanunun müddəaları ilə müvafiq proseduralar həyta keçirilir.

⁴⁵ George G. Kaufman and Steven A. Seelig, *Post-Resolution Treatment of Depositors at Failed Banks: Implications for the Severity of Banking Crises, Systemic Risk, and Too-Big-To-Fail*, Bank Restructuring and Resolution 163, 163 (edited by David S. Hoelscher, 2006)

Ümumiyyətlə, iflas hüququnun əsas məqsədi kreditorlar arasında koordinasiya problemlərinin həll edilməsidir. Bank aktivləri ilə öhdəlikləri arasındakı nisbətdə nəzərə çarpacaq dərəcədə uçurum olması, əmanətlərin geri çəkilməsi zamanı bankın ödənişləri qaytara bilməməsi, ümumilikdə isə maliyyə sisteminə olan etibarın əhəmiyyətliyi səbəbindən bank sistemində koordinasiya problemlərini daha şiddətli şəkildə özünü göstərir. Bununla birlikdə, həm *ex-ante*⁴⁶, həm də *ex-post*⁴⁷ halında kreditorlarla debitor arasındakı münasibətlərin tənzimlənməsindəki effektivliyi də artırılmalıdır. Ex-ante halında iflas normaları (i) debitorlara ən optimal riskləri öz üzərinə götürməyə və bunun üçün kifayət qədər səy göstərməsinə təşviq edir; (ii) kreditorlar tərəfindən debitorlara ən optimal nəzarət yollarını göstərir; (iii) iflasın ən uyğun zamanlamasına təsir edir.⁴⁸ Məhz bu halda, iflas normaları kreditorların hüquqlarının qorunmasına yönəlmir, çünki bu normalar hətta debitorun lehinə olduğu halda belə, kreditorlar daha yüksək faiz dərəcələri tələb edə bilər və ya sərt kredit siyasəti yeridə bilərlər.⁴⁹ Bu dövrdə debitorlar daha yüksək risk almağa meyilli olurlar və bu da uğursuzluqla nəticələndiyi halda iflas normalarının müəyyənləşdirdiyi sanksiyadan qaça bilmirlər. Bank iflasları da bu situasiyadan elə də fərqlənmir. Halbuki, "Banklar haqqında" qanunda iflasın ex-ante halına dair hər hansı bir müddəə öz əksini tapmamışdır, baxmayaraq ki, artıq bankların müflisləşməsi zamanı vəziyyətin ələ alınması bu normalarla tənzimlənə bilər və iflas prosesi olduğundan daha az mənfi effekt yaradardı.

Ex-post halında iflas normaları şirkətin aktivlərinin dəyərinin maksimum qiymətləndirilməsinə və normalar dəyəri artan aktivlərin yenidən yerləşdirilməsinə yönəlir.⁵⁰ Bu hal, məhz iflas prosesini özündə əhatə edir. 2007-2008-ci illərdə baş verən qlobal maliyyə böhranı və ondan əvvəlki dövrlərdə baş vermiş bank krizlərinə nəzər saldıqda aydın olur ki, dövlət orqanları müflisləşən maliyyə intitutları ilə hesablaşmaq üçün adətən kifayət qədər adekvat olmayan iki tədbir üsulundan birini seçmək məcburiyyətində qalırlar. Ya individual olaraq banklarla məşğul olan ümumi bir müflisləşmə prosedurasını tətbiq edilir, ya da dövlət fondları tərəfindən yenidən kapitallaşdırılırlar. Faktiki olaraq, müflisləşən və artıq iflasın bir addımlığında olan banklar üçün dünya üzrə qəbul olunmuş 3 həll metodu

⁴⁶ Burada ex-ante mənasında, iflas hüququnu tənzimləyən normaların debitor və kreditorları iflasdan əvvəlki, yəni debitorun hələ ödəmə qabiliyyətinə malik olduğu dövrdə ən uyğun hərəkəti etməyə vadar etməsidir.

⁴⁷ Burada ex-post mənasında, iflas hüququnu tənzimləyən normaların artıq iflas prosesində, yəni debitorun ödəmə qabiliyyətinin mövcud olmadığı dövrdə debitor və kreditorları ən doğru hərəkəti etməyə vadar etməsidir.

⁴⁸ Matej Marinc, Razvan Vlahu, *The Economics of Bank Bankruptcy Law*, 8 (2012).

⁴⁹ *Yenə orada*, 9.

⁵⁰ *Yenə orada*, 10.

vardır: bankların əsas kreditorlar tərəfindən “girov alınması”; ləğvətmə; yenidən qurulma.⁵¹

Bankların yenidən qurulması, adətən onların restrukturizasiyalaşdırılması ilə baş verir. Restrukturizasiya banklararası bir fəaliyyətdir.⁵² Bu strategiyanın əsas məqsədi həm bankların, həm də ümumilikdə bank sisteminin ödəmə qabiliyyətini və rentabilliyinin bərpa edilməsidir. Bu isə, bankların birləşdirmə, satılma və ya yenidən maliyyələşdirilməsi ilə bağlı strategiyaların inkişaf etdirilməsi ilə birlikdə, aktivlərinin, əməliyyat və proseduralarının yenidən təşkili və sağlamlaşdırılmasını əhatə edir.

B. 2007-ci il maliyyə böhranında bankların iflasına uğramasının əsas səbəbləri

2008-ci ilin maliyyə böhranı 1930-cu illəri əhatə edən Böyük Böhrandan sonra ən ağır nəticələr doğuran böhran idi. Ümumi nəzər saldıqda, maliyyə bazarında itkilər 1.1 trilyon dollara qədər çıxması ilə, ABŞ və Avropa ölkələrində lazımi likvidliyin təmin edilməsi üçün 9 trilyon dollar daha ayrıldı.⁵³ Bir sıra müəlliflər likvidlik probleminin böhrandan yaranmasını irəli sürdüyü halda, likvidlik problemi irrasional olaraq banklardan əmanətlərin geri çəkilməsi⁵⁴ ilə əlaqəli deyil, maliyyə institutlarının ödəmə qabiliyyətlərini düzgün dəyərləndirməməsinin nəticəsi olaraq görüldü.⁵⁵ Bu cür geniş vüsət alan və miqyası universal xarakter daşıyan böhran ancaq 100 ildə bir dəfə ola bilər.

Səbəblərdən bir neçəsi üçün toxumlar hələ böhrandan təxminən 10 il əvvəl səpilməyə başlanmışdı. 2001-ci ildə köpüklənən dotcom partlayışı (dotcom bubble) və Çinin sürətlə böyüməsi kimi bir sıra global hadisələr baş vermişdi ki, bunlar da 2007-2008-ci il maliyyə böhranı vuruşundan əvvəl dünya ticarət modelini və səviyyəsini yenidən formalaşdırırdı.⁵⁶

İlk dəfə aşağı faizli ipoteka bazarında (subprime mortgage market) özünü göstərən maliyyə böhranının baş verməsində ümumi səbəb kimi köpüklənən⁵⁷ iqtisadiyyatın (the burst of the bubble economy) partlayışı ilə

⁵¹ *Yenə orada*, 11.

⁵² David S. Hoelscher and Stefan Ingves, *The Resolution of Systemic Banking System Crises*, Bank Restructuring and Resolution 3, 21 (Edited by David S. Hoelscher, 2006).

⁵³ ZHU Daming, *The Reform and Development of the U.S. Legal and Financial System – A Reflection on the 2008 World Financial Crisis*, 4(1) Peking U. Transnat'l L. Rev. 49, 49 (2016).

⁵⁴ *İngiliscə*: bank run.

⁵⁵ L. Randall Wray, *Global Financial Crisis: Causes, Bail-out, Future Draft*, 80 UMKC L. Rev. 1101, 1102 (2011-2012).

⁵⁶ Warwick J McKibbin and Andrew Stoeckel, *The Global Financial Crisis: Causes and Consequences*, The Lowy Institute for International Policy Working Papers In International Economics, No.2.09, 4 (2009).

⁵⁷ *İngiliscə*: bubble. Burada, bubble economy. Ümumilikdə bubble, mülkün tələb və təklif qanunu tərəfindən təsdiqlənməyərək suni şəkildə qiymətinin yüksəldilməsidir. Həmçinin vicdansız və əsas olmayan bir biznes layihəsidir, əsasən, şişirdilmiş və uydurma xarakterli

birlikdə sistemli risklərin⁵⁸ böhrana səbəb olacaq dərəcədə artması görülürdü.⁵⁹ Aktivlərlə təmin edilmiş kommersiya sənədlərinin⁶⁰ alğı-satqısı ilə məşğul olan pul tənzimləyicilərinin (money market managers) bazarı tərk etməsi qiymətlərin artmasına və qiymətli kağızların gəlirliliyinin aşağı düşməsinə səbəb oldu.⁶¹ Aktivlərlə təmin edilmiş kommersiya sənədi bazarı borcluların qeyri-ışlək olma riskini ən aza endirmək üçün təminat rolunu oynayır. Bu baxımdan, bu bazarın dağılmasında həm debitor, həm də kreditorun rolu var idi. Belə ki, bəzi kreditorlar təminatın aşağı faizli ipoteka ehtiva etməsindən narahatçılıq keçirirdilər. Bu cür şəffaflığın olmaması, hətta aşağı faizli ipotekanın olmamasına baxmayaraq, bir sıra debitorların borcları yenidən kreditləşdirmə qabiliyyətini itirməsinə səbəb olmuşdur. Beləliklə də, bəzi fondlar “yaxşı aktivləri” sataraq qısamüddətli “pis aktivləri” alaraq ticarət fəaliyyətini dayandırmış oldu.⁶² Bu isə, “yaxşı aktivlərin” qiymətinin düşməsinə və “pis aktivlərin” qiymətinin artmasına səbəb oldu.

Bankların və maliyyə institutlarının balanslarında maliyyə boşluğu yaradan müsadirə olunan ipotekalı evlərin (home foreclosures), ipoteka ilə bağlı qeyri-likvid aktivlərin çoxluğu ilə qeydə alınan maliyyə böhranı dünya iqtisadiyyatını kredit qıtlığı ilə iflic etmişdi.⁶³ 2006-cı il ərzində mənzil qiymətləri yüksək və faiz dərəcələri aşağı olduğu zaman milyonlarla ailə aşağı faizli ipoteka şərtləri ilə mənzil sahibi oldular və ya mövcud ev krediti olan ailələr tənzimlənən faiz dərəcələri ilə krediti yenidən maliyyələşdirdilər.⁶⁴ İnvestisiya bankları investorlara risklərdən differensiasiyalaşdırılmış tranşlar sataraq, bu kreditləri ipoteka (girov)

olub, diqqətsiz investorları tələyə salmaq üçün nəzərdə tutulur. Bax: Bill Conerly, What Is A Bubble?, <https://www.forbes.com/sites/billconerly/2013/07/24/what-is-a-bubble/#2b4a8d4ee648> (2013) (son baxış, 4 Aprel 2017), Həmçinin bax: Black's Law Dictionary, 221.

⁵⁸ *İngiliscə*: Systematic Risk. Bütünlükdə bazar sektorunun təbiətində olan bir riskdir. Sistemli risk sadəcə bir şirkətə və ya sənayeyə deyil, bütün bazara təsir edir. Bu cür risklərin proqnozunu vermək və ya tamamilə qarşısını almaq mümkün deyildir. Daha ətraflı bax: Systematic Risk, <http://www.investopedia.com/terms/s/systematicrisk.asp> (son baxış: 4 Aprel 2017)

⁵⁹ *Yuxarıda istinad* 53.

⁶⁰ *İngiliscə*: Asset-Backed Commercial Paper (ABCP).

⁶¹ Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow and Stuart M. Turnbull, *The Subprime Credit Crisis of 07, 24* (2008)

https://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/bank_research_conference/annual_8th/turnbull_jarrow.pdf

⁶² *Yenə orada*, 25.

⁶³ Eamonn K. Moran, *Wall Street Meets Main Street: Understanding the Financial Crisis*, 13 N.C. Banking Inst. 5, 8 (2009).

⁶⁴ Jennifer E. Bethel, Allen Ferrell, Gang Hu, *Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis*, Prudent Lending Restored: Securitization After the Mortgage Meltdown, Chapter 5, 163, 163 (edited by Yasuyuki Fuchita, Richard Herring, and Robert Litan, 2009).

təminatlı qiymətli kağızlara⁶⁵ və borc öhdəlikləri ilə təmin olunmuş istiqrazlara⁶⁶ çevrildilər.⁶⁷ 2007-ci ilin əvvəllərində faiz dərəcələrinin artması və mənzil qiymətlərinin aşağı düşməsi nəticəsində, iki milyona yaxın mənzil sahibi ipoteka ödənişlərində artan 30% faiz dərəcələri ilə üz-üzə qalmışdı. Bununla yanaşı, heç kimin geri ödəniş etməyəcəyinə inanan banklar pul dövriyyəsini tənzimləməyə ehtiyacı olan və bunsuz öz biznes fəaliyyətini həyata keçirə bilməyəcək şəxslərə kredit verməyi dayandırdılar.⁶⁸

İpoteka ilə bağlı istiqrazların rəsmiləşdirilməsində kredit reytingi agentliklərinin buraxdıqları səhvlər də böhranın digər bir səbəbi kimi göstərilir.⁶⁹ Belə ki, ipoteka ilə bağlı istiqrazlar icazə olmadığı hallarda bazara çıxarıla və ya satıla bilməzdi. İnvestorlar isə çox vaxt onlara kor-koranə inanırdılar. Həmin agentliklərin reyting cədvəlləri bazar qiymətlərindəki dəyişikliklərə və 2007-2008 illəri arasındakı qiymət enmələri səbəbilə firmalar arasında yaranan təxribatı daha da qıcıqlandırmış oldu.⁷⁰

Qlobal maliyyə böhranı korporativ idarəetmədə və risklərin idarə edilməsində müvəffəqiyyətsizliyin təmsilçisi idi: ticarət (əslində isə qumar) və sürətli böyümə üzərində özbaşına və düşünülməmiş bir fokuslanmanın nəticəsi idi.⁷¹

Federal Ehtiyat Sisteminin böhran ərzində müqavilələr vasitəsilə həyata keçirdiyi və əsasında “bata bilməyəcək qədər böyük”⁷² siyasəti duran qurtarmalar “əxlaqi təhlükə”⁷³ üçün əlverişli zəmin idi. Bu halda “əxlaqi təhlükə” bankların iflasına qarşı dövlət tərəfindən üstüörtülü qarantiyasının

⁶⁵ *İngiliscə*: Mortgage-backed security (MBS).

⁶⁶ *İngiliscə*: Collateralized Debt Obligations (CDOs).

⁶⁷ Jennifer E. Bethel, Allen Ferrell, Gang Hu, 163.

⁶⁸ The Financial Crisis of 2008: Year In Review 2008,

<https://www.britannica.com/topic/Financial-Crisis-of-2008-The-1484264> 2009 (son baxış: 10 Aprel 2017).

⁶⁹ Liaw, *yuxarıda istinad* 35, 5.

⁷⁰ *Yenə orada*.

⁷¹ *Yuxarıda istinad* 55.

⁷² *İngiliscə*: too big to fail. Əslində, “bata bilməyəcək qədər böyük olmaq” termini tam olaraq düzgün ifadə deyildir. Belə ki, bir şirkət sadəcə sistemə daxil olaraq da əhəmiyyətli ola bilər, yəni onun iflası sağlam maliyyə münasibətlərinə təsir edə bilər. Bu, şirkətin (i) çox böyük və ya (ii) fəaliyyəti maliyyə sisteminin dayaqları ilə çox bağlantılı olması ilə əlaqədardır. Bunun bariz nümunəsi kimi, 1998-ci ildə Uzunmüddətli kapital Menecmentliyi Hedc fondunu göstərmək olar: Çox böyük olmasa da, sistemdəki əhəmiyyətli və nüfuzlu şirkətlərdən biri idi. Buna görə də, bu termin daha çox “iflasa çox bağlı” (too interconnected to fail) və ya “iflas etməyəcək qədər sistemə daxil cəhətdən nüfuzlu” (too systemically important to fail) adlandırılmalıdır. Bax: Frederic S. Mishkin, *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, 25(1) The Journal of Economic Perspectives 49, 66 (2011).

⁷³ *İngiliscə*: moral hazard. “Əxlaqi təhlükə” bir tərəfin potensial zərərlərinin maliyyəsini bütünlüklə öz üstünə götürmək məcburiyyətində olmadığı üçün həddindən artıq risk almağa meyilli olması nəticəsində yaranan problemi ifadə edir. Zərər riskindən yaranan izolyasiya nəticəsində sözü gedən tərəf iqtisadi gəlirlərini artırmaq üçün daha riskli davranışlarla rol oynayacaqdır.

olması səbəbilə, riskli investisiyalarla bağlı hərəkətlərdən qaçınmağa cəhd etməməsidir. Bu nəzəriyyə GrammLeach-Bliley Aktının qüvvəyə minməsindən sonra bankların niyə “birləşməyə” meyilli olmasına da aydınlıq gətirir: çox böyük və bir-birinə bağlı olan maliyyə hegemonları olmağa çalışdılar: müflis olduqları zaman hökumət də onları qurtarmaq məcburiyyətində qalacaqdı.⁷⁴ Bununla belə, “əxlaqi təhlükə” irrasional olaraq banklardan əmanətlərin geri çəkilməsindən yaranan likvidlik probleminə nəzərən daha az təhlükəli olaraq qəbul edilir.⁷⁵

C. Investisiya bankları bundan necə təsirləndilər?

1) Lehman Brothers çöküşü

Lehman Brothers Holding Şirkəti sərhədsiz investisiya bankçılığı və maliyyə xidmətləri göstərən dünya üzrə 2985 qurumdan ibarət bir maliyyə şirkəti idi.⁷⁶ 2007-ci ilin noyabrında sonlanan maliyyə ilində Şirkət təxminən 60 milyard ABŞ dolları gəlir və 4 milyarddan çox ABŞ dolları məbləğində qazanc əldə edərək rekord qırmışdı. Bu dövr üçün səhm hissəsinin dəyəri 65.73 ABŞ dolları olan Lehman, bir ildən də qısa müddət sonra, 12 sentyabr 2008-ci ildə öz dəyərini 95% itirərək, səhm hissəsinin dəyəri 4 ABŞ dollarına qədər düşmüşdü.⁷⁷ Bundan 3 gün sonra, ABŞ İflas Qanununun 11-ci Fəslinə⁷⁸

⁷⁴ Christian Evans, *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: A Missed Opportunity to Rein in Too-Big-To-Fail Banks*, 13 Duq. Bus. L.J. 43, 54 (2011)..

⁷⁵ Elisa S. Kao, *Moral Hazard During the Savings and Loan Crisis and the Financial Crisis of 2008-09: Implications for Reform and the Regulation of Systemic Risk Through Disincentive Structures to Manage Firm Size and Interconnectedness*, 67 N.Y.U. Ann. Surv. Am. L. 817, 822 (2011-2012).

⁷⁶ The Lehman Brothers Default: an Assessment of the Market Impact, Committee of European Securities Regulators, Ref.: CESR/09-255, 2 <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/DocumentosESMACESR/Documents/CESRRelatorioImpactoLehmanBroMercados.pdf> (2009).

⁷⁷ Rainer Kulms, *Lehman's Spill-over Effects: Cooperation v. Regulatory Arbitrage?*, 3 Peking U. J. Legal Stud. 3, 4 (2012).

⁷⁸ 11-ci Fəsilə əsasən, şirkətlərin yenidən qurulması ilə bağlı məsələlər tənzimlənir. Burada, debitor öz biznesini qorumaq və kreditörlərə müəyyən zaman limitində ödəniş etmək üçün yenidən qurulması planı təklif edir. Bu proses debitorun özünün və ya kreditörlərin aidiyyəti üzrə iflas məhkəmələrinə iddiası ilə başlanıla bilər. Ancaq hər bir halda, məhkəmə səhmdarların şəxsi mülkiyyətini şirkətin nizamnamə kapitalının artırılmasına və ya şirkətə qoyduqları investisiyalar istisna olmaqla, risk altında qoymaz. Yenidən qurulma planında kreditörlərin iddialarının təmin edilməsi müəyyən bir iyerarxiyaya əsaslanır. Borcların ödənilməsi ardıcılığında birinci sırada dövlət və federal vergi agentlikləri və işçilərinin maaşları və təminatları durur. Təminatlı, yəni ödənmə ehtimalının aşağı olduğu borclar isə ayrı bir kateqoriyada sıralanır. Planda bu borcların ödənilməsi üçün şərtlər və məbləğlər dəyişdirilə bilər. Nəticə olaraq, yenidən qurulma planı həm kreditörlər, həm də məhkəmə tərəfindən təsdiq olunmalıdır. Daha ətraflı bax: Chapter 11 – Bankruptcy Basics, <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics> (son baxış: 6 Mart 2017), həmçinin bax: Chapter 11 Bankruptcy, <http://bankruptcy.findlaw.com/chapter-13/chapter-11-bankruptcy.html> (son baxış: 6 Mart 2017).

əsasən, iflasa qarşı müdafiə tələbini irəli sürdü, ancaq dünyanın ən böyük iflasından yayınmaq qeyri-mümkün idi. Məhz bundan 3 gün sonra, Şimali Amerikada investisiya bankçılığı işini Barclay Bankına təhvil verdi və satış proseduru məhkəmədə qısa zamanda baxılaraq, müvafiq qətnamə çıxarıldı.⁷⁹ Bununla da, tək ABŞ-da deyil, Lehmanın bütün ölkələr üzrə fillialları da ləğv edildi və yerləşdiyi ölkələr öz iflas qanunvericiliyində müəyyən düzəlişlər etmək məcburiyyətində qaldılar. 2009-cu ildə müxtəlif yurisdiksiyalarda iflas prosesini koordinasiya etmək məqsədilə “Lehman Brothers Şirkətlər Qrupu”-nun müzakirələri dayandırıldı.⁸⁰ Lehmanın iflası haqqında deyilə biləcək ən əsas şey, onun tam da “domino effekti”⁸¹ yaratması idi. Məhz onun iflasından sonra, bir sıra investisiya bankları öz partnyorlarına güvənərək yüksək risk almağa və yüksək kredit dayağı⁸² modelindən istifadə etməyə başladılar.

Bütün bunlar nəzərə alındıqda, 2008-ci ilin martında Bear Stearns Bankının ABŞ Federal Ehtiyat Sistemi tərəfindən qurtarıldığı kimi Lehman üçün də eyni proseduranın təşkil olunması gözlənilirdi, ancaq bu edilmədi. Böhran zamanı “bata bilməyəcək qədər böyük” olmayan bankın niyə sadəcə Lehman Brothers olması sual yaradarkən, FED şirkətin daşınmaz əmlak yatırımlarının dərin bir çuxurda olduğunu və onun qurtarılması üçün hüquqi səlahiyyətinin olmadığını açıqladı.⁸³ Lakin, sonralar FED-in səlahiyyətli şəxsləri ilə edilən müsahibələrdə əslində şirkətin az da olsa ödəmə qabiliyyətli olduğu və bununla da şirkətin qurtarıla biləcəyi bildirilmişdi.⁸⁴

Şirkətin qurtarılmamasında digər bir səbəb də, “əxlaqi təhlükədən” doğan narahatçılıq idi. Belə ki, bank sisteminə şamil olunmayan dövlət təhlükəsizliyi (government safety) artıq investisiya banklarına şamil olunurdu və Federal Ehtiyat Bankının maliyyə institutlarının daha böyük risklər alaraq “əxlaqi təhlükə” yaratmasından ciddi şəkildə ehtiyat edirdi.⁸⁵ Həqiqətən də, Lehman 2007-ci ilin avqustunda başlayan böhrandan sonra belə qaranlıq hesab fəaliyyətləri (shady accounting practices) də daxil olmaqla, leverecləri

⁷⁹ Yuxarıda istinad, 1.

⁸⁰ Warwick J McKibbin and Andrew Stoeckel, 4-5.

⁸¹ İqtisadi sahədə bir-biri ilə bağlı və əlaqəli olan qurumlara az-çox eyni dərəcədə təsir edən hər hansı bir hadisənin təsvir edilərkən bu ifadədən istifadə olunur. Dairəvi formada düzülmiş dominolardan birinin çökməsi bütün düzülüşün çökməsinə səbəb olmasını özündə ehtiva edən domino nəzəriyyəsinə yaranıb.

⁸² *İngiliscə*: Leverage. İnvestisiyanın gəlirliyini artırmaq məqsədilə borcdan istifadə olunması. Leverage adı maliyyə borcundan başqa törəmə qiymətli kağızlar, qiymətli kağızların marja ilə ticarəti və başqa formalarda ola bilər. Leverage gəlirliyi artırmaqla yanaşı, investisiyanın riskini də artırır. *Bax*: Maliyyə Bazarları Terminlərinin İzahlı Lüğəti, 131-132 (2010).

⁸³ Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was, <https://www.nytimes.com/2014/09/30/business/revisiting-the-lehman-brothers-bailout-that-never-was.html> (son baxış: 7 Mart 2016).

⁸⁴ *Yenə orada*.

⁸⁵ Frederic S. Mishkin, *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, 25(1) Journal of Economic Perspectives, 49, 53 (2011).

gizlətmək üçün həddən artıq səy göstərirdi.⁸⁶ Lehmanın iflasına icazə vermək, digər firmalara həddən artıq risk almanın qarşısını almaları üçün bir xəbərdarlıq rolunu oynayırdı.

Digər bir tərəfdən, o dövrdə gedən proseslər maliyyə bazarları üçün açıq bir sirr olaraq qalırdı və investisiya banklarından hər hansı birində problemlərin yaşanacağı halda, Lehmanın həmin siyahının başında olacağı əvvəlcədən təxmin edilirdi. Lehman investisiya bankları arasında ən çox leverecə sahib bank idi; kapitalını artırmaq istəmədi; risklərin idarə olunmasında zəif reputasiyası var idi.⁸⁷

Lehmanın əsas problemlərindən biri onun məhz biznesində idi: aktivlərinin əsas hissəsinin uzunmüddətliyi ilə öhdəliklərinin böyük bir qismi qısamüddətli olması təzad yaradırdı. Bununla da, şirkətin bazarda qalmağının tək yolu onun borclanmasında idi. Bundan başqa, Lehmanın qarışıq holdinq idarəetmə strukturu əlaqədar⁸⁸, bir bazar segmentində investorun etibarının itirilməsi, bütün Şirkətlər Qrupunun maddi vəziyyətinə təsir edə bilərdi.⁸⁹

Digər tərəfdən, derivativlər üzrə müqavilələrin mürəkkəbliyi və şəffaflığın olmaması Qlobal Maliyyə Böhranının əsas səbəblərindən biri kimi göstərilərkən, Lehman işində də bu məsələ müzakirə mövzusu idi. Həqiqətən də, derivativ müqavilələrlə əlaqəli Lehmana qarşı işlər onun iflası ilə asanlıqla həll olmuşdu.

2) *Bear Stearns-ın qurtarılması*

Sərt ticarət mədəniyyəti ilə tanınan⁹⁰ və Amerikanın 5-ci ən böyük bankı olan 85 yaşındakı Uol Strit şirkəti Bear Stearns 15.000 nəfərlik işçi personalı ilə ipotekalı mənzil kreditlərində qabaqcıl yerlərdən birini tutur. İlk dəfə 1985-ci ildə öz səhmlərini açıq bazarda satışa buraxan şirkət qiymətli kağızlar üzrə anderrayter kimi dünyanın bir sıra nöqtəsində brokerlik xidmətləri göstərirdi.

⁸⁶ *Yenə orada.*

⁸⁷ *Yenə orada.*

⁸⁸ Lehman Brothers Şirkətləq Qrupu Lehman Brothers Bancorp Inc, Lehman Brothers Commercial Corp. (LBCC), Lehman Brothers Inc. (LBI), Neuberger Berman, Lehman Brothers Holdings Plc, U.K, Lehman Brothers OTC Derivatives Inc. (LOTC) kimi şirkətlərdən ibarətdir.

⁸⁹ Warwick J McKibbin and Andrew Stoeckel, 5-6.

⁹⁰ Sərt ticarət mədəniyyəti onun risk almağa meyilli olmasından və "aqressiv" davranışından irəli gəlirdi. Bu mədəniyyət hələ yarandığı ilk illərdən mövcud idi: 1920-ci illərdə investisiya mühitinin yeni inkişaf etdiyi vaxtlarda tutarlı bir investor kimi davranan şirkət, 1930-cu illərin "Böyük Böhranı" işçi personalının sayını azaltmaqla, ancaq işçilərin əmək haqqlarını kəsmədən "sağ qala bilmişdi". Məhz bu davranışı ilə tanınan Şirkət, 2007-ci ildə Fortune Magazine-nin firmaların tərəfindən ən çox bəyənilən Şirkətlər siyahısında qiymətli kağızlar üzrə ixtisaslaşan şirkət kimi Lehman Brothers-dən sonra ikinci sırada yer tutmuşdu. Bax: America's Most Admired Companies 2007 http://archive.fortune.com/magazines/fortune/mostadmired/2007/industries/industry_52.html (son baxış: 13 Aprel 2017).

Bear Stearns-ın artıq müflisləşdiyi dövrdə ipoteka təminatlı qiymətli kağızlardan ibarət kredit portfilinə ağır zərər dəymişdi. Ancaq bir investisiya bankı kimi Şirkətin əsas problemi qısamüddətli (bu adətən “bir gecəlik” də adlanır) repo müqavilələri və öhdəliklərini yerinə yetirəcək qədər likvidliyinin olmaması idi. Bankın 2008-ci ildən etibarən 17 milyard dollardan ibarət nağd ehtiyatı 102 milyard dollar olan öhdəliyinin yalnız 17%-ni qarşılaya bilirdi.⁹¹ 11 milyard dollarlıq sərmayəsinə qarşılıq 30 qatı qədər öhdəliyi olan bankın likvidlik problemini aradan qaldıracağına bazarda etibarın olmaması, və bankın müştərisi də olan hedc fondları da daxil olmaqla, kreditorların öz əmanətlərini bankdan geri çəkməsinə və bankın aktivlərini hətta zərərə olsa belə sataraq borclarını ödəməyə çalışmasına səbəb olmuşdur.⁹²

İnvestisiya bankları mənzil bazarındakı partlayışdan sadəcə ipotekalı kreditlərin xeyli hissəsinin satın alınması ilə deyil, həmçinin bu kreditləri ümid edilən gəlir və risklərə əsas götürərək, digər investitorları cəlb edə biləcək formada strukturlaşdırılan aktivlərə çevirərək xeyri əldə etmək istəyirdi.⁹³ İpoteka təminatlı qiymətli kağızlar və borc təminatlı istiqrazlar olaraq tanınan bu aktivlər Bear Stearns-ın 2 böyük hedc fonduyla məşhurlaşmışdı: “Yüksək dərəcəli strukturlaşdırılmış kredit strategiyaları fondu”⁹⁴ və “Yüksək dərəcəli strukturlaşdırılmış kredit strategiyaları böyüdülmüş leverec fondu”⁹⁵.⁹⁶ 2007-ci ildə bu hedc fondları 20 milyard dəyərində borc öhdəlikləri ilə təmin olunmuş istiqrazlara sahib idi və bu derivativlər də ipoteka təminatlı qiymətli kağızlara əsaslanırdı. Beləliklə, 2006-cı ildən düşməyə başlayan qiymətlər həmin hedc fondlarının sonunu gətirmişdi.

Ancaq bata bilməyəcək qədər böyük olması və sistemli risk yaratma təhlükəsi Federal Ehtiyat Sisteminin Bear-ın səhmlərinin JP Morgan tərəfindən satın alınması üçün şərait yaratmasına səbəb olmuşdu. Bəs Federal Ehtiyat Sistemini buna vadar edən nə idi? Bir investisiya bankı öz ənənəvi məşğuliyyətindən əlavə olaraq göstərilən 2 mühüm fəaliyyəti də həyata keçirə bilər: (i) səhmlərin, istiqrazların və digər qiymətli kağız və hissələr də daxil olmaqla investisiya portfelinin idarəçiliyi; (ii) əsas market-meyker (bazar iştirakçısı) və kontragent tərəf olaraq birjadankənar derivativ bazarında (over-the-counter (OTC) derivatives market) idarəçilik. İnvestisiya risklərinin normadan artıq olması səhmdarlar və kredit verənlər üçün

⁹¹ Yener Coşkun, *Küresel Kriz Sürecinde Yatırım Bankaları ile Diğer Finansal Araçlarda Yaşanan Finansal Başarısızlıklar ve Kamusal Müdahaleler*, 71 Bankacılar Dergisi 23, 25 (2009).

⁹² *Yenə orada*.

⁹³ Bryan J. Orticelli, *Crisis Compounded by Constraint: How Regulatory Inadequacies Impaired the FED's Bailout of Bear Stearns*, 42(2) Connecticut Law Review, 647, 653-654 (2009).

⁹⁴ *İngiliscə*: High-Grade Structured Credit Strategies Fund.

⁹⁵ *İngiliscə*: High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund.

⁹⁶ BRYAN J. ORTICELLI, *yenə orada*.

xəbərdarlıq signalı olmalıdır, ancaq investisiya zərərlərinin bir bankın derivativ bazarında öhdəliklərini ödəmə qabiliyyətinə maneçilik törətmədiyi vaxta qədər maliyyə sistemi üçün birbaşa risk yaratmır. Bear Stearns xilas edildi, çünki qlobal maliyyə sisteminin əsas hissəsiylə olan derivativ müqavilələri onu “bata bilməyəcək qədər bir-biri ilə əlaqəli” hala gətirmişdi.⁹⁷

III. Dodd-Frank Qanunu və Volcker Rule: İnvestisiya banklarının yeni dövrü

Maliyyə böhranından alınan ən böyük dərs daha effektiv tənzimləyici normalara olan ehtiyac idi. Dodd-Frank aktı maliyyə əməliyyatlarında standartlarını təyin etmək və növbəti maliyyə böhranının qarşısını almağa istiqamətlənmişdir.

Dodd-frank (i) maliyyə bazarında stabilliyi təhlükəyə ata biləcək prosesləri izləmək və bunun qarşısını alması üçün Maliyyə Stabilliyi Nəzarət Komitəsini⁹⁸ qurdu; (ii) ipoteka bazarını və kredit kartı sahəsi üzrə monitorunqı həyata keçirməsi üçün İstehlakçıların Maliyyə Müsafiəsi Bürosunu⁹⁹ yaratdı; (iii) derivativlərin üçüncü klirinq evi (third-party clearinghouse) tərəfindən sövdələşdirilməsini məsləhət görməklə birlikdə; (iv) FED-ə iflas edən bankları nizamlı olaraq ləğv etmək səlahiyyətini verdi.¹⁰⁰

Dodd-frank Qanununa əsasən, investisiya bankları birjadankənar derivativ əməliyyatlarında hərtərəfli tənzimləyici rejimlə üzləşmişdi.¹⁰¹ Qanun Goldman Sachs və Morgan Stanley kimi investisiya banklarının ABŞ-da svopların və qiymətli kağızlarla bağlı svopların tənzimlənməsini ABŞ Əmtəə İndeksləri Ticarət Komissiyası¹⁰² (CFTC) və Birja və Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiya (SEC) kimi qurumlar həyata keçirməyə başladı. svopların müəyyən növlərinin mərkəzi klirinqinin həyata keçirilməsini və bu cür svopların alqı-satqısının müəyyənləşdirilmiş birjalarda və ya digər icra qurumlarında həyata keçirilməsini müəyyən edildi. Bununla yanaşı, qanun svop dilerlərinin və əsas svop iştirakçılarının CFTC-dən, qiymətli kağızlarla əlaqəli svop dilerlərinin və yenə qiymətli kağızlarla əlaqəli svop iştirakçılarının SEC-dən qeydiyyatdan keçməsinə tələb edirdi.¹⁰³

Son düzəlişləri ilə 31 yanvar 2014-cü ildə çap olunan Volcker Rule 1 Aprel 2014-cü ildə qanuni qüvvəyə minmişdi. Buna baxmayaraq, banklar Volcker-ə əsasən, öhdəliklərini hələ 2015-ci ilin 21 iyulundan etibarən yerinə yetirməyə

⁹⁷ Dwight Jaffee & Mark Perlow, *Investment Banking Regulation After Bear Stearns*, Economists' Voice 1, 1-2 (2008) <http://faculty.salisbury.edu/~lxarvi/data/regulation.pdf>.

⁹⁸ *İngiliscə*: Financial Stability Oversight Committee.

⁹⁹ *İngiliscə*: Consumer Financial Protection Bureau.

¹⁰⁰ Christian Evans, *yuxarıda istinad* 74, 52.

¹⁰¹ Liaw, *yuxarıda istinad* 35, 2.

¹⁰² *İngiliscə*: Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

¹⁰³ Liaw, *yuxarıda istinad* 35, 2.

başladılar.¹⁰⁴ Səbəb isə aydın idi: Banklar Volcker-ə nifrət edirdi. Çünki Volcker, Goldman Sachs və ya JP Morgan kimi bankların öz maliyyə vəsaitləri ilə riskli yatırımlar etməsini, onların hedc fondlarında və ya özəl investisiya şirkətlərində böyük paylara sahib olmasını qadağan edir.¹⁰⁵

Volcker Rule bankların dayanıqlılığını və təhlükəsizliyini artırmaq və bu qurumların fəaliyyəti etibarilə toqquşan maraqları və yaranan konfliktləri azaltmaq məqsədilə hazırlanmışdır.¹⁰⁶ Dodd-frank Qanununun 619-cu Fəslə ilə yanaşı, həm də ABŞ-ın Bank Holding Şirkətləri haqqında Akta¹⁰⁷ əlavə edilən VR banklara hedc fondları və özəl investisiya fondları ilə ticarət, yatırımlarla bağlı münasibətlər qurmaq və ya tərəfdaşlıq etmək, sponsorluq və ya digər münasibətlər qurmağı qadağan edir.¹⁰⁸ Volcker-də göstərilən bu "ticarət" ifadəsi əslində investisiya banklarının treyding fəaliyyətində mühüm rol oynayan "qeydiyyatda alınmış ticarət"¹⁰⁹ başa düşülməlidir. "Qeydiyyatda alınmış ticarət" dedikdə isə, bankların öz maliyyə vəsaitlərini müştəriləri üçün göstərdikləri xidmətdən gələcək məbləğ və faizlərdən daha çox aktivlərin qiymətlərindəki dəyişikliklərdən və faiz dərəcəsinin oynamasıyla əldə oluna biləcək gəlirə görə riskə atdığı fəaliyyətlər başa düşülür.¹¹⁰ Bu fəaliyyətlərə hər hansı qiymətli kağız və ya derivativlər də daxil olmaqla hər növ maliyyə sənədlərinin xüsusi bir məqsədlə, yəni qısa müddət ərzində yenidən satmaq üçün və ya qısamüddətli qiymət oynamalarından qazanc əldə etmək üçün yenidən satışının həyata keçirilməsi üçün aparılan əməliyyatlar nəzərdə tutulur.¹¹¹ Lakin bu yalnız qısamüddətli mənfəətə şamil edilir, uzunmüddətli və ya investisiya məqsədli əməliyyatlara aid edilmir. Bununla yanaşı, anderrayting, market-meykinqlə əlaqəli fəaliyyətlər, risk azaldılması ilə əlaqəli hedcinq fəaliyyəti də istisnaq təşkil edir.¹¹²

"Qeydiyyatda alınmış ticarətin" dəqiq bir izahı olmadığına və çox əhatəli ticarət qadağasından doğa biləcək mənfi nəticələri nəzərə alaraq Volcker-in əsasında duran məntiq kimi belə göstərilir ki, maliyyə institutları spekulativ

¹⁰⁴ Volcker Rule Implementation, <https://www.occ.treas.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading-volcker-rule/volcker-rule-implementation.html> (son baxış: 18 Aprel 2017).

¹⁰⁵ Wall Street hates the Volcker Rule. Will Trump finally kill it?

<http://money.cnn.com/2017/01/09/investing/volcker-rule-trump-wall-street/> (2017) (son baxış: 18 Aprel 2017).

¹⁰⁶ Andrew F. Tuch, *Conflicted Gatekeepers: the Volcker Rule and Goldman Sachs*, 7(2) Virginia Law&Business Review, 366, 373 (2012).

¹⁰⁷ *İngiliscə*: The Bank Holding Company Act of 1956.

¹⁰⁸ Dodd-Frank Act, Sec. 619, 12 USC 1851.

¹⁰⁹ *İngiliscə*: Proprietary trading.

¹¹⁰ Gerald Epstein, *Volcker Rule: Swiss-Cheesed or Beefed Up?*, 49(2) Intereconomics, 111 (2014).

¹¹¹ Andrew F. Tuch, *yuxarıda istinad* 106, 374.

¹¹² Governor Daniel K. Tarullo, *The Volcker Rule*, https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20120118a.htm?utm_source=Twitter&utm_medium=SM&utm_campaign=Twitter (2012) (son baxış: 25, May, 2017).

və riskli əməliyyatlar aparmaq istəyirsə, dövlət tərəfindən verilə biləcək maliyyə dəstəyini (taxpayer resources) təhlükə altına almamalıdır.¹¹³

Qanun banklarla müştərilər arasında yaranan maraq toqquşmalarının qarşısını almaq üçün ciddi tənzimləmələri özündə ehtiva edirdi. Həmin konfliktlərə misal olaraq, böhranın yeni başladığı dövrdə Goldman Sachs-ın müştərilərinə satdığı mürəkkəb qiymətli kağızların batmasıyla bağlı “böyük mərcələrə” girərək və hətta müştərilərinə bunun xəbərdarlığını etmədən gəlir əldə etməyə çalışmasını misal göstərmək olar. Qısa, Volcker Rule nəzəri cəhətdən, dövlət tərəfindən maliyyə dəstəyinin təmin olunan bankçılıq, belə bir dəstəyi olmayan, riskli və spekulyativ bankçılıqdan ayırmaq üçün idi: bu, sanki Glass-Steagal aktının daha yumşaq versiyasına bənzəyir.

Volcker Rule-ın ən böyük mənfəət cəhəti “bata bilməyəcək qədər böyük” siyasətini əslində gözdə tutmaması idi. Konqres “bata bilməyəcək qədər böyük” konsepsiyasını parçalayacaq, Uoll Striti yenidən quracaq və dövlətin sığortacı rolunu sonlandıracaq əhəmiyyətli bir qanun çıxarmaq əvəzinə, onların işləmə mexanizmasına müdaxilə etməyi rədd etdi.¹¹⁴ Bu isə, gələcəkdə yenidən böhranın baş qaldırmasını istisna etmirdi.

Nəticə

Azərbaycan Respublikasında investisiya bankçılığının fəaliyyət dairəsi hər nə qədər olduqca məhdud olsa da, dünya iqtisadiyyatında xüsusi bir mövqeyə malik olduğu danılmaz faktordur. Hal-hazırkı Respublikadakı mürəkkəb iqtisadi şəraitinə diqqət etdikdə, bu bankçılığın yayılması müzakirə obyektinə ola bilər. Belə ki, digər maliyyə institutlarının işinin asanlaşdırılmasında və ümumiyyətlə iqtisadiyyatda proseslərin dövrüyyəsinə yüngülləşdirəcəyi aşkar olsa da, bu fəaliyyətin özü ilə birlikdə gətirəcəyi risklər də onu həyata keçirəcək bankirlərin professionallığından və risklərin idarə edilməsindəki peşəkəlliyindən birbaşa asılı olacaqdır. Bazar iqtisadiyyatının köklərinin hər gün daha da dərinləşdiyi dövrdə dövlət tənzimləməsinə və dövlət fondlarına ümid bağlamaq əvəzinə, məhz bu investisiya banklarından bir sıra hüquqi şəxslərin maliyyə bazarında öz mövqeyini tutması üçün birbaşa dayaq kimi istifadə oluna bilər. Nəzərə alsaq ki, Respublika ərazisində hətta dövlət fondları belə hüquqi şəxsləri aşağı faizli kreditlə maliyyələşdirərkən kommersiya banklarının vasitəçiliyindən istifadə etməli olur və verilən kreditin sonrakı taleyi barədə düşünülür, investisiya banklarının vasitəçisi ilə bu halda maliyyələşdirilmə ilə yanaşı, pulların idarə edilməsi və yeri gəldiyi zaman bu barədə ixtisaslaşmış mütəxəssislərin hüquqi şəxsin yenidən dirçəlməsində vəziyyəti ələ almaları daha effektiv vasitədir.

¹¹³ Gerald Epstein, *yuxarıda istinad* 110, 111.

¹¹⁴ Christian Evans, *yuxarıda istinad* 74, 57.

Goldman Sachs-ın CEO-su Lloyd Blankfein-in “Tanrının işi” olaraq adlandırdığı investisiya bankçılığı, əlbəttə ki, qlobal maliyyə böhranından yan keçmədi. Sığorta və ümumi bank sektorunda olduğu qədər investisiya bankçılığında mühafizəkarlığın olmadığı aydın məsələdir. Ancaq, sərmayə bazası ilə aldığı yüksək risklər bir-biri ilə uyğunlaşmaması bu bankların ən böyük bəlası olmuşdu. Qısa və ya ortamüddətli qiymətli kağızları maliyyələşmələri də digər bir tərəfdən maliyyə baxımından riskləri daha da artırmışdı. Hansı ki, bu ünsür Lehman Brothers və Bear Stearns-ın da bu cür davranması onların sonunu gətirmişdi.

Böyük Böhran dövründə o dövriki ABŞ prezidenti Franklin Ruzveltin də qeyd etdiyi kimi, ən mühüm qərarlar böhran dövründə qəbul edilir.¹¹⁵ 2007-2008-ci il böhranından çıxarılan nəticələrlə maliyyə bazarını yenidən tənzimləmək məqsədilə qəbul edilən Dodd-Frank Qanununun əsas rolu da gələcəkdə böhranların qarşısını almaq üçün real iqtisadiyyata dəstək olacaq maliyyə sisteminin qurulması idi. Volcker Rule ilə xüsusilə də Glass-Steagall Aktının qüvvədən düşməsi ilə yıxılan kommersiya və investisiya bankı arasındakı təhlükəsizlik divarını yenidən inşa edilməsinə cəhd göstərildi. Bununla da bankların diqqətini öz müştərilərinə xidmət göstərməsinə yönləndirilməyə və “böyük spekulyativ mərcələrinin” qarşısını almağa fokuslandı. Volcker Rule və Dodd-Frank stabil bankinq sektorunu formalaşdırmaq üçün ABŞ qanunvericiliyinin mühüm normalarından hesab olunur.

¹¹⁵ *Yenə orada.*