WYBRANE WYNIKI BADAŃ NAD SEKTOREM BANKOWYM W SKALI MIĘDZYNARODOWEJ

Mariusz Staniszewski
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PRZYCZYNY UPADKU LEHMAN BROTHERS

Wstęp

Stany Zjednoczone Ameryki przeżywają problem stabilności systemu finansowego począwszy od 2007 r. Apogeum ryzyka systemowego można było zauważyć w końcu 2008 r., szczególnie po dacie 15 września 2008, kiedy upadłość ogłosił czwarty pod względem kapitalizacji bank inwestycyjny w świecie, Lehman Brothers. Summers (2009) oraz Acharya, Phillippon, Richardson i Roubini (2009) uważają zgodnie, że po tym wydarzeniu ryzyko upadłości nie tylko systemu bankowego, ale również całego systemu finansowego, które było do tego momentu ryzykiem wyłącznie teoretycznym, nabrało zupełnie innego wymiaru. Stało się po prostu ryzykiem bardzo realnym.

Celem pracy będzie przedstawienie wydarzeń, które doprowadziły ostatecznie do upadku Lehman Brothers, pokazanie wagi tych wydarzeń i ich logicznego powiązania. Podobnie jak Rajan (2008), Zingales (2008), Brunnermeier (2009) czy Acharya i Richardson (2009) niniejsze opracowanie nie oferuje modelu analitycznego: jest analizą faktów, wydarzeń oraz konsekwencji upadku Lehman Brothers. Ma zatem zaoferować podstawę do analizy rozwiązań, które w przyszłości pomogą lepiej zdefiniować oraz regulować instytucję *too big to fail*[1] oraz jej wpływ na stabilność systemu finansowego.

W pracy wykorzystano bogatą literaturę zagraniczną na temat kryzysu *subprime* oraz upadku Lehman Brothers. Do jej powstania przyczyniły się w dużej mierze niezwykle owocne dyskusje podczas spotkań w University of Chicago

[1] *Too big to fail* lub *Too systemic to fail* (Zbyt duży, by upaść) – zwrot definiujący instytucję finansową, której wielkość, skala prowadzonej działalności oraz skala powiązań powodują sytuację, że organy nadzoru rynku finansowego nie mogą dopuścić do bankructwa takiej instytucji ze względu na ryzyko lawinowego bankructwa innych instytucji.

Booth School of Business[2] oraz podczas międzynarodowej konferencji w New York University Stern School of Business[3].

1. Kryzys *subprime*

Bankructwo Lehman Brothers należy rozpatrywać w kontekście całego kryzysu *subprime*, ponieważ upadek tego banku nie jest bezpośrednią przyczyną kryzysu, ale raczej jego skutkiem. Oczywiście bardzo duże ryzyko przyjęte przez Lehman Brothers, zarówno po stronie pasywów, jak i aktywów[4], było jedną z przyczyn powstania kryzysu. O ile jednak nieusprawiedliwione byłoby stwierdzenie, że to Lehman Brothers spowodował kryzys *subprime*, to z pewnością można powiedzieć, że jego upadek uwypuklił ryzyko systemu finansowego nie tylko w Stanach Zjednoczonych Ameryki, ale również w innych krajach.

Kryzys *subprime* rozpoczął się wraz ze spadkiem cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. W lipcu 2006 r. indeks mierzący wartość nieruchomości w USA (S&P/Case-Shiller) zanotował historyczne rekordy. Od tego momentu rozpoczęła się powolna droga prowadząca do najgłębszego kryzysu w Stanach Zjednoczonych od czasów Wielkiej Depresji (1929-1932). Spadki cen nieruchomości były fundamentalnym czynnikiem prowadzącym do zapaści systemu finansowego, ponieważ system refinansowania pożyczek hipotecznych, system bazowy dla derywatów takich jak ABS, MBS czy CDO[5] zakładał wyłącznie wzrosty cen nieruchomości. Ich spadek unaocznił całą masę błędów oraz nadużyć w systemie finansowym. Powstało wiele prac opisujących bezpośrednie przyczyny kryzysu *subprime*. Diamond i Rajan (2009), Brunnermeier (2009), jak również M. Staniszewski i A. Staniszewska (2009) wśród najczęściej wymienianych przyczyn kryzysu sytuują: nad-

[2] Szczególne podziękowania składam profesorowi Johnowi Huizinga (University of Chicago Booth School of Business) za cenne uwagi oraz dyskusję podczas wystąpienia na temat kryzysu *subprime*, 8 września 2009, University of Chicago Booth School of Business.

[3] Szczególne podziękowania składam profesorowi Randallowi S. Krosznerowi (University of Chicago Booth School of Business) za dyskusję i cenne uwagi odnoszące się do upadku Lehman Brothers podczas „The fifth New York FED/NYU Stern conference on financial intermediation", 13 listopada 2009, NYU Stern School of Business.

[4] Lehman Brothers, jak większość banków inwestycyjnych, inwestował środki pozyskane z krótkoterminowych pożyczek w aktywa o bardzo niskiej płynności. Warto zaznaczyć, że poziom dźwigni finansowej w przypadku banków inwestycyjnych przekraczał 30, co oznacza, że na 1 USD kapitału własnego przypadało 30 USD kapitału obcego (w tym przypadku pożyczek krótkoterminowych). Tak wysoką dźwignię można interpretować również inaczej: 3-procentowy spadek wartości aktywów powodował straty banku, które konsumowały cały kapitał własny. Aktywa były inwestowane w bardzo dochodowe transakcje związane z rynkiem *subprime*, których rentowność miała kompensować koszty finansowania. Wyższa rentowność była jednak związana z wyższym ryzykiem.

[5] *Asset-backed security* (ABS), *mortgage-backed security* (MBS) oraz *collateralized debt obligation* (CDO) są szczegółowo opisane w Fabozzi, Goodman, Lucas (2006) oraz Benmelech, Dlugosz (2008).

mierne zadłużenie amerykańskich konsumentów, luźną politykę monetarną Systemu Rezerwy Federalnej (Fed), hazard moralny instytucji finansowych oraz wiele błędów po stronie regulatorów rynku. Ponieważ celem niniejszego opracowania jest analiza wydarzeń, które spowodowały upadek Lehman Brothers, praca pomija dokładną analizę przyczyn powstania samego kryzysu *subprime*, przyjmując, że jest to temat wystarczająco zbadany.

2. Bankructwo instytucji kredytujących rynek *subprime*

Spadek cen nieruchomości w 2006 r. wywołał reperkusje początkowo wśród podmiotów najbardziej wrażliwych na wycenę nieruchomości, a więc prowadzących działalność w sektorze *subprime*. Demyanyk i Van Hemert (2008) wskazują, że udział pożyczek poniżej konwencjonalnych standardów, a więc pożyczek *subprime*, wzrósł z 8% w 2001 r. do 20% w 2006 r., przy jednoczesnym wzroście sekurytyzacji wspomnianych pożyczek w tym samym okresie z 50% do 75% ich wartości. W naturalny więc sposób bankructwa musiały się rozpocząć od instytucji działających w sektorze *subprime*.

Początków erozji systemu finansowego, prowadzących w konsekwencji do bankructwa Lehman Brothers, można doszukiwać się właściwie w końcu 2006 r. Wówczas zbankrutował Ownit Mortgage Solution, który finansował pożyczki na rynku *subprime*. Po kolejnym bankructwie 2 kwietnia 2007 r. drugiego pod względem wielkości pożyczkodawcy na rynku *subprime* – New Century Financial – wiadome było, że rynek tych pożyczek jest w poważnych tarapatach. Dodatkowo narastające problemy z regulowaniem zobowiązań wynikających z kredytów *subprime* powodowały ryzyko płynności dla instytucji, które inwestowały w instrumenty pochodne oparte na tym rynku.

3. Problemy płynności instrumentów pochodnych opartych na rynku *subprime*

Prawdziwe ryzyko załamania systemu finansowego zaczęło się uwypuklać w przypadku instytucji, które nie udzielały kredytów *subprime*, ale inwestowały w instrumenty pochodne oparte na tych kredytach. Bear Stearns był pierwszym bezpośrednim ogniwem łańcucha prowadzącego do bankructwa Lehman Brothers, a jednocześnie jego przypadek stał się oczywistym sygnałem odkrywania ryzyka tkwiącego w systemie finansowym. Pierwsze problemy pojawiły się w dwóch funduszach *hedge* zarządzanych przez Bear Stearns. Wraz ze wzrostem niewypłacalności kredytów *subprime* w sposób naturalny spadały ceny CDO (*collateralized debt obligation*), które stanowiły instrument bazowy dla ABS. 20 czerwca 2007 r. fundusze Bear Stearns (High-Grade Structured Credit Fund oraz Bear Stearns High-

Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund) z racji bardzo dużej dźwigni finansowej oraz ekspozycji na rynek *subprime* właśnie poprzez ABS (*Asset-Backed Securities*) znalazły się na skraju bankructwa.

Kredytodawcy tych funduszy zaczęli domagać się większego zabezpieczenia swoich należności lub jak jeden z kredytodawców, Merrill Lynch, w najprostszy sposób wymusili sprzedaż 800 mln USD aktywów. Aukcja aktywów na kwotę 800 mln USD okazała się totalnym fiaskiem, ponieważ tylko 100 mln znalazło drugą stronę transakcji. Ta sytuacja pokazała, że ryzyko płynności aktywów utrzymywanych przez fundusze Bear Stearns jest kolosalne, a dokładniej mówiąc – że są one niepłynne. W konsekwencji 22 czerwca 2007 r. Bear Stearns dokapitalizował swoje fundusze kwotą 3,2 mld USD w celu zatrzymania spirali umorzeń i uniknięcia bankructwa[6]. Jak się ostatecznie okazało, szkody poczynione w świadomości inwestorów – przekonanie, że aktywa funduszy są praktycznie niezbywalne – spowodowały znaczącą przecenę aktywów funduszu już w kolejnym miesiącu i ostatecznie zamknięcie funduszy *hedge* zarządzanych przez Bear Stearns. Po ich bankructwie ryzyko płynności instrumentów pochodnych bazujących na rynku *subprime* było już wyraźnie widoczne. Spekulacje rynkowe skupiły się od tej chwili na skwantyfikowaniu, jak duża jest skala problemu i którą instytucję może on dotknąć.

Kolejną znaczącą instytucją dotkniętą poszukiwaniem przez rynek ryzyka płynącego z sektora *subprime* był największy bank francuski BNP Paribas[7]. Od początku sierpnia 2007 r. trzy należące do niego fundusze inwestycyjne (Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor oraz BNP Paribas ABS Eonia) odnotowały umorzenia na tak dużą skalę, że 9 sierpnia 2007 r. BNP Paribas zdecydował się zawiesić odkupywanie jednostek uczestnictwa, ponieważ ich aktywa w 30 procentach składały się z papierów komercyjnych zabezpieczonych kredytami *subprime*. To wydarzenie praktycznie potwierdziło, że papiery komercyjne oparte na aktywach *subprime* są niepłynne i właściwie niemożliwa jest ich wycena w momencie jakichkolwiek zawirowań na rynku.

Można powiedzieć, że problemy z płynnością ABS utwierdziły rynek w przekonaniu o kolosalnym ryzyku płynącym z sektora *subprime*. Jego skomplikowanie, wielokrotne strukturyzowanie instrumentów powodowało sytuację, że nie było możliwości dokładnej identyfikacji miejsc powstawania kolejnych problemów. Niepewność na rynkach przeradzała się w powolną erozję zaufania pomiędzy insty-

[6] Wsparcie udzielone funduszom *hedge* przez Bear Stearns było klasycznym przykładem działania *bailout*, w którym pomoc finansowa płynie do instytucji zagrożonej bankructwem w celu zapobieżenia szerszym konsekwencjom. Bez tej pomocy zagrożona instytucja lada moment by zbankrutowała, co stanowiłoby jeszcze większe zagrożenie dla uczestników rynku.

[7] Przed BNP Paribas zawieszenie odkupu jednostek uczestnictwa w jednym z funduszy ogłosiła również trzecia pod względem wielkości zarządzanych aktywów firma w Niemczech, Union Investment. 3 sierpnia 2007 r., po tym jak 10% klientów zgłosiło chęć umorzenia aktywów w jednym z funduszy Union Investment, umorzenie jednostek uczestnictwa zostało zawieszone.

tucjami. Drastycznie wzrosły spready kredytowe właściwie w każdym przedziale ryzyka kredytowego, a szczególnie w przedziale poniżej ratingu inwestycyjnego (*high yield*). Spready pomiędzy sektorem papierów inwestycyjnych i nieinwestycyjnych (*high yield spread*) wzrosły od końca czerwca do połowy lipca 2007 r. o ponad 200 punktów bazowych. To w konsekwencji spowodowało zamarcie rynku krótkoterminowych pożyczek i zaczęło obnażać ryzyko tkwiące w firmach finansujących swoją działalność emisją krótkoterminowych papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami rynku *subprime*.

4. Rola agencji ratingowych oraz instytucji pozabankowych (*shadow banking*)

Oczywiście nie bez winy w całym kryzysie rynku *subprime*, ale również w bankructwie Lehman Brothers, były agencje ratingowe, których zachowanie przed kryzysem i w jego trakcie należy ocenić negatywnie. Na wiele nadużyć przed kryzysem, w okresie 1998-2006, wskazują Zingales (2008) oraz Benmelech i Dlugosz (2008)[8]. W 2007 r. agencje ratingowe drastycznie zmieniły podejście do rynku *subprime*. Można powiedzieć, że zaczęły go piętnować w obawie przed krytyką swojej działalności, wskazując na wiele błędów i bierność, którą się wykazały przed wybuchem kryzysu. 15 czerwca 2007 r. agencja Moody's obniżyła rating 131 papierów ABS oraz włączyła 250 papierów ABS na listę obserwacyjną. 10 lipca 2007 r. kolejna agencja – S&P – wprowadziła na negatywną listę papiery ABS wyceniane na łączną kwotę 7,3 miliarda USD (wycena z 2006 r.). Dwa dni później Moody's obniżył rating dla papierów wycenianych na kwotę 5 miliardów USD (wycena z 2006 r.). W prosty sposób można było przewidzieć, jakie skutki spowoduje takie kaskadowe i restrykcyjne podejście do oceny ABS. Zachowanie agencji ratingowych „odkryło"[9] olbrzymie ryzyko tkwiące nie tylko w samych papierach ABS, ale również w sektorze pozabankowym, w tak zwanych wehikułach specjalnego przeznaczenia (SPV/SIV – *Special Purpose Vehicle / Structured Investment Vehicle*). SPV były tworzone przez banki w celu omijania regulacji kapitałowych rekomendowanych przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego. Klasyczna formuła SPV przewidywała udział sponsora, którym były najbardziej znane światowe banki. Bank sponsor tworzył SPV, które po stronie pasy-

[8] Zingales (2008) wskazuje na coraz większą uległość agencji ratingowych ze względu na przychody otrzymywane z oceny papierów ABS. Udział przychodów z ratingu ABS w ogólnych przychodach Moody's w okresie 1998-2006 wzrósł ośmiokrotnie do 80% całości przychodów agencji w 2006 r. Benmelech i Dlugosz (2008) wskazują na nieadekwatność ratingów ze względu na przekazanie modeli oceny używanych przez agencje bezpośrednio do instytucji starającej się o rating.

[9] Użyte słowo „odkryło" jest przenośnią, ponieważ wszyscy uczestnicy rynku wiedzieli o wehikułach inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia.

wów miało krótkoterminowe pożyczki z emisji wysoko oprocentowanych krótkoterminowych papierów komercyjnych. Po stronie aktywów występowały MBS (*mortgage-backed securities*), kupowane oczywiście od banku sponsora. Bank sponsor korzystał na takiej strukturze w kilku miejscach. Stworzenie MBS czyściło ryzyko bilansu banku, ponieważ pozbywał się z niego pożyczek typu *subprime*, uwalniając tym samym kapitał na kolejne pożyczki, przy jednoczesnym zwiększeniu przychodów z tytułu stworzenia i sprzedaży MBS. Z drugiej strony był sponsorem papierów komercyjnych emitowanych przez SPV. SPV sprzedawał papiery komercyjne najczęściej funduszom rynku pieniężnego, które prześcigały się w pogoni za „bezpiecznymi" krótkoterminowymi papierami o wysokiej rentowności. Na sprzedaży takich papierów komercyjnych bank sponsor również zarabiał. Można więc powiedzieć, ze SPV były dla banków „złotym biznesem", dopóki znajdowały chętnych na papiery komercyjne, którymi finansowały zakupy długoterminowych MBS. Oczywiście banki były świadome, że w przypadku niedojścia do skutku sprzedaży kolejnej transzy papierów komercyjnych SPV będą musiały je objąć i w ten sposób zaliczyć SPV do skonsolidowanego bilansu banku[10]. Długo jednak nie miały problemu ze znalezieniem chętnych na kolejne emisje, ryzyko to było więc wyłącznie teoretyczne. Fundusze rynku pieniężnego lub fundusze *hedge* w pogoni za wysoką rentownością, żyjące w świadomości, że kupno papierów komercyjnych finansuje stabilny rynek mieszkaniowy, były stabilnym klientem.

Wzrost spreadów kredytowych w sierpniu 2007 r. spowodował duże trudności dla rynku SPV, a przede wszystkim dla finansowania tych wehikułów. Po bankructwie funduszy Bear Stearns oraz BNP Paribas okazało się, że rynek instrumentów ABS/MBS/CDO jest rynkiem niepłynnym, a finansowanie tego typu transakcji zaczęło zanikać. Można nawet powiedzieć, że zamarło po tym, jak ryzyko dotarło do BNP Paribas. Dodatkowo uczestnicy rynku zauważyli, że SPV nie są w żadnym wypadku bezpieczną krótkoterminową inwestycją, ponieważ za pieniądze, które pochodzą z emisji papierów komercyjnych, kupują niepłynne, nieprzejrzyste oraz trudne do wyceny aktywa. Informacja BNP Paribas w konsekwencji całkowicie zamroziła rynek pożyczek dla SPV, a co gorsza – wskazała na ryzyko partnera biznesowego (*counterparty risk*).

Banki sponsorzy były coraz bardziej świadome, że mają pod sobą tykającą bombę w postaci SPV. Już 15 października 2007 r. Citigroup Inc., Bank of America Corp. i JP Morgan Chase & Co. ogłosiły stworzenie specjalnego funduszu o aktywach 80 miliardów USD[11], którego zadaniem było odkupienie części aktywów (MBS), tak aby wspomniane banki nie musiały obejmować jako sponsor kolejnych emisji papierów komercyjnych finansujących działanie SPV i jednocześnie

[10] W konsekwencji banki musiałyby utrzymywać wyższe proporcje kapitału własnego, co stało w sprzeczności z ich celem generowania jak najwyższego zwrotu na kapitale własnym.

[11] Master-Liquidity Enhancement Conduit (M-LEC).

włączać stworzonych przez siebie SPV do skonsolidowanego bilansu. W ten sposób SPV, zarządzane najczęściej przez fundusze *hedge*, nie musiałyby wyprzedawać papierów opiewających na pożyczki *subprime* i pogarszać sytuacji płynności na rynku. Ten krok był oczywiście wyrazem dużej chęci ustabilizowania rynku ABS, ale również wynikiem desperacji, ponieważ należy stwierdzić, że dotykał tylko małej części spośród ogólnej liczby 36 SPV, które funkcjonowały w świecie, oraz dotyczył tylko 80 z 320 mld USD aktywów w ABS, które były ulokowane w SPV[12]. Ostatecznie dla rynku był to jedynie zabieg przesuwania ryzyka, ponieważ odkupienie części papierów ABS od SPV nie powodowało w systemie finansowym żadnych strat, a było tylko operacją przenoszącą ryzyko z jednego miejsca systemu finansowego w inne.

5. Problemy banków inwestycyjnych, upadek Lehman Brothers

Analizując wydarzenia, najpierw prowadzące do bankructwa instytucji finansujących kredyty *subprime*, a później do zawieszenia odkupu jednostek uczestnictwa funduszy Bear Stearns czy BNP Paribas, należy stwierdzić, że rynek kapitałowy w połowie 2007 r. wiedział dokładnie, że:

- rynek pożyczek *subprime* się skończył;
- rynek aktywów stosujących pożyczki *subprime* jako instrument bazowy (ABS, MBS, CDO) jest nieprzejrzysty i przede wszystkim niepłynny;
- SPV/SIV są ekstremalnie ryzykownymi „wydmuszkami", które ostatecznie zwiększają ryzyko całości systemu finansowego, ponieważ inwestuje w nich (finansuje je) sektor funduszy rynku pieniężnego.

Dalsze miesiące to ciąg kolejnych informacji o odpisach na aktywach *subprime* lub wręcz o bankructwach instytucji finansowych. O ile rynek dowiadywał się o takich wydarzeniach, o tyle ciągle niejasna była skala ekspozycji poszczególnych instytucji na rynek *subprime* oraz skala powiązań pomiędzy instytucjami, które mogą zbankrutować. Same banki przestały ufać sobie wzajemnie, jednocześnie gromadząc płynne środki na wypadek nieprzewidzianego rozwoju sytuacji. Acharya, Philippon, Richardson i Roubini (2009) zauważają, że w takim środowisku rynek międzybankowych pożyczek drastycznie się zmienił, przeszedł z trzymiesięcznych pożyczek bez zabezpieczenia do zabezpieczonych pożyczek *over night*. Napięta sytuacja, brak zaufania do partnera biznesowego w którymś momencie musiały doprowadzić do ataku spekulacyjnego na instytucję bankową. Wszyscy oczekiwali, że taki atak będzie dotyczył sektora bankowości inwestycyjnej, ponieważ poziom dźwigni finansowej w tym sektorze był ponad dwukrotnie wyższy niż w bankach komercyjnych (patrz tabela).

[12] Dane na podstawie serwisu www.bloomberg.com oraz agencji ratingowej Moody's.

Tabela 1. Wartość aktywów, pasywów oraz dźwigni finansowej (kapitał obcy / / kapitał własny) w największych bankach inwestycyjnych w USA (lata 2003-2007, dane w milionach USD)

	Rok	Aktywa	Kapitał obcy	Kapitał własny	Dźwignia finansowa
Bear Stearns	2003	212 168	204 698	7 470	27,4
	2004	255 950	246 959	8 991	27,5
	2005	292 635	281 844	10 791	26,1
	2006	350 433	338 304	12 129	27,9
	2007	395 362	383 569	11 793	32,5
Lehman Brothers	2003	312 061	298 887	13 174	22,7
	2004	357 168	342 248	14 920	22,9
	2005	410 063	393 269	16 794	23,4
	2006	503 545	484 354	19 191	25,2
	2007	691 063	668 573	22 490	29,7
Merrill Lynch	2003	480 233	451 349	28 884	15,6
	2004	628 098	569 728	31 370	19,0
	2005	681 015	645 415	35 600	18,1
	2006	841 299	802 261	39 038	20,6
	2007	1 020 050	988 118	31 932	30,9
Morgan Stanley	2003	603 022	578 155	24 867	23,2
	2004	747 578	719 372	28 206	25,5
	2005	898 835	869 372	29 182	29,8
	2006	1 121 192	1 085 828	35 364	30,7
	2007	1 045 409	1 014 140	31 269	32,4
Goldman Sachs	2003	403 799	383 167	21 632	17,7
	2004	531 379	506 300	25 079	20,2
	2005	706 804	678 802	28 002	24,2
	2006	838 201	802 415	35 786	22,4
	2007	1 119 796	1 076 996	42 800	25,2

Źródło: sprawozdania finansowe spółek: Lehman Brothers: http://www.lehman.com/annual/2007/fin_highlights/; Bear Stearns: http://www.bearstearns.com/sitewide/investor_relations/sec_filings/proxy/index.htm; Merrill Lynch: http://ir.ml.com/sec.cfm?DocType=Annual&Year=2008; Goldman Sachs: http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/current/annual-reports/revised-financial-section-2007.pdf; Morgan Stanley: http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k2007/10k11302007.pdf.

Jak można było łatwo przewidzieć, pierwszy zaatakowany został Bear Stearns. Analiza danych z tabeli wykazuje, że był to bank o najmniejszych aktywach

wśród pierwszej piątki znanych banków inwestycyjnych, jednocześnie bank o największej dźwigni finansowej. Warto dodać, że Bear Stearns miał znaczną ekspozycję na rynek *subprime*. Ostatecznie 10 marca 2008 r. Bear Stearns w wyniku straty płynności stanął na skraju bankructwa. 14 marca JP Morgan Chase & Co. wraz z Federal Reserve Bank of New York zaoferowały Bear Stearns 28-dniową pożyczkę. 16 marca 2008 r. JP Morgan, po konsultacjach i gwarancjach Federal Reserve System (gwarancje obejmowały 29 mld USD toksycznych aktywów ABS), kupuje Bear Stearns, wyprzedzając w ten sposób ogłoszenie przez niego upadłości.

Kolejnym bankiem inwestycyjnym ze względu na wielkość był właśnie Lehman Brothers (tabela 1). Coraz większe problemy z krótkoterminowym pożyczaniem pieniędzy, którymi się finansował, coraz większe spekulacje na temat problemów płynnościowych oraz fakt, że Lehman Brothers był największym underwriterem MBS na rynku derywatów o wartości 592 bln USD, którymi handlowano na rynku nieregulowanym (41-krotność wielkości amerykańskiej gospodarki)[13], musiały doprowadzić do sytuacji, w której skończyły się krótkoterminowe pożyczki dla tego banku. W celu zapobieżenia największemu jak dotąd bankructwu instytucji bankowej w USA sekretarz skarbu Henry M. Paulson Jr. oraz prezes Federal Reserve Bank of New York Timothy F. Geithner w weekend zaczynający się 12 września 2008 r. zebrali prezesów największych instytucji finansowych w USA w celu znalezienia planu ratunkowego dla Lehman Brothers. Skomplikowanie transakcji na instrumentach pochodnych odwołujących się do toksycznych aktywów rynku *subprime* oraz to, że handlowano nimi na rynku nieregulowanym, powodowało, że cała grupa prezesów największych banków nie była w stanie ocenić, jakie skutki przyniosłoby pozostawienie Lehman Brothers bez pomocy. W trakcie rozmów musiała być oczywiście rozważana opcja bankructwa Lehman Brothers oraz kwestia, czy nie jest to rozwiązanie ryzykowne dla stabilności systemu. Równocześnie do prowadzonej oceny ryzyka bankructwa Lehman Brothers Henry M. Paulson Jr. aktywnie szukał rozwiązania analogicznego do Bear Stearns, a więc sprzedaży Lehman Brothers innej, bardziej bezpiecznej instytucji. W rozmowach o kupnie brał udział brytyjski Barclays oraz Bank of America. Ostatecznie, po wstępnym *due diligence*, Barclays wycofał się z rozmów na temat kupna Lehman Brothers, natomiast trzy godziny wcześniej Bank of America oznajmił, że kupuje Merrill Lynch, trzeci pod względem wielkości amerykański bank inwestycyjny, i dlatego nie jest już zainteresowany rozmowami na temat Lehman Brothers. W takiej sytuacji 15 września 2008 r. Lehman Brothers, prestiżowy bank inwestycyjny istniejący od 1850 r., ogłosił upadłość.

[13] Dane z serwisu finansowego Bloomberg.

Zakończenie

Praca przedstawiła szereg wydarzeń oraz problemów prowadzących do upadku Lehman Brothers. Samo bankructwo tak dużej instytucji spowodowało rozprzestrzenienie się kryzysu *subprime* na gospodarkę światową. Najprawdopodobniej nie doszłoby do upadku tego banku inwestycyjnego, gdyby nie nastąpiło załamanie rynku nieruchomości, gdyby nie zaczęły bankrutować instytucje kredytujące rynek mieszkaniowy, gdyby agencje ratingowe nie popełniły wielu błędów oraz ostatecznie – gdyby same instytucje bankowe nie przyjmowały kolosalnego ryzyka. Oczywiście Lehman Brothers był również winien, jak wielu innych uczestników rynku. Praca pokazała, że przyczyny jego upadku przenikały się i były ze sobą silnie powiązane. Bardzo ciężka jest ocena wagi każdego z przedstawionych wydarzeń, jednak pokazanie ich w pracy oferuje platformę do dokładnej analizy kroków i rozwiązań na przyszłość w celu zapobiegania kryzysom o tak dużej skali.

Bibliografia

Acharya V., Richardson M. (2009), *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New York University Stern School of Business, Willey Finance.

Acharya V., Philippon T., Richardson M., Roubini N. (2009), *The Financial Crisis of 2007--2009: Causes and Remedies*, w: *Restoring Financial Stability: How To Repair a Failed System*, V. Acharya, M. Richardson (red.), Wiley &Sons.

Benmelech E., Dlugosz J. (2008), *The Alchemy of CDO Ratings,* Harvard University working paper.

Brunnermeier K.M. (2009), *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, Journal of Economic Perspectives, vol. 23.

Demyanyk Y., Van Hemert O. (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, working paper.

Diamond D.W., Rajan R.G. (2009), *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies,* University of Chicago Booth School of Business working paper.

Kroszner R.S. (2009), wykład podczas konferencji „The fifth New York FED/NYU Stern conference on financial intermediation", 13 listopada 2009, NYU Stern School of Business.

Lucas D., Goodman L. Fabozzi F. (2006), *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, Hoboken, New Jersey, Wiley Finance.

Rajan R. (2008), *A View of the Liquidity Crisis*, speech at the University Of Chicago BSB, February 2008.

Rajan R. (2009), *Too Systemic to Fail: Consequences, Causes, and Potential Remedies*, Written statement by Raghuram G. Rajan, Eric Gleacher Distinguished Service Professor of Finance at the University of Chicago's Booth School of Business to the Senate Banking Committee Hearings on May 6th 2009.

Staniszewski M., Staniszewska A. (2009), *Subprime Mortgage Crisis: Causes and Consequences*, working paper admitted to Finanse, April 2009.
Summers L. (2009), Fox News Sunday's Interview, 26 kwietnia 2009.
Zingales L. (2008), *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*, University of Chicago GSB and NBER paper.

REASONS FOR LEHMAN BROTHERS BANKRUPTCY

Summary

The collapse of the icon of investment banking – Lehman Brothers – the bank of more than a 100-year tradition and the fourth-largest investment bank in the world, sets the moment for the global financial system, from which it can be spoken of the surrender in the fight against crisis, commonly known as „subprime crisis". Analyzing the sequence of events before and after the fall of Lehman Brothers, it can be stated that the bankruptcy of the institution had both very painful and extremely broad implications, as it has lead nearly to the breakdown of the global financial system and, consequently, to the world deepest recession after the Second World War. The paper presents a thorough analysis of the reasons which led to the bankruptcy of Lehman Brothers, it shows the logical connection and effects. The aim of the study is to look at the collapse of Lehman Brothers from the perspective of the falling financial institution, and thus offer a platform for further research on better solutions that would enhance the stability of the financial system. The study was based on extensive foreign literature on the subject of: subprime crisis and the collapse of Lehman Brothers. Extremely valuable for the emergence of the paper were discussions at meetings at University of Chicago, Booth School of Business and during the international conference at New York University, Stern School of Business.