

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

ZAKLJUČNA PROJEKTNA NALOGA

TJAŠA KOVAČIČ

KOPER, 2013

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

Zaključna projektna naloga

ANALIZA PROPADA
IZBRANE BANKE

Tjaša Kovačič

POVZETEK

V diplomski nalogi je opisan pojav finančno-gospodarske krize: od vzrokov in posledic do njenih svetovnih razsežnosti. Kriza je posledica dogajanj na ameriškem nepremičninskem trgu. Pomembno vlogo pri padcu cen na nepremičninskem trgu so imele ustanove znotraj bančnega sistema v senci, ki so postale enako pomembne kot poslovne banke, le da niso delovale po enakih predpisih. V praktičnem delu diplomske naloge je obravnavana ameriška investicijska banka Lehman Brothers. Analiza vzrokov, ki so vodili do njenega stečaja, razkriva, da so bili to lahki kreditni pogoji, hipotekarno zavarovani vrednostni papirji ter zadolžnice, zavarovane z dolgom. Do stečaja so privedle izgube, povezane s trgom drugorazrednih posojil.

Ključne besede: finančno-gospodarska kriza, drugorazredni hipotekarni trg, bančni sistem v senci, investicijska banka Lehman Brothers, listninjenje, repo 105.

SUMMARY

This thesis describes the financial-economic crisis, the causes and consequences of its global dimension. The crisis is the result of events in the American housing market. Important role in the drop of real estate prices had institutions within the shadow banking system, which have become equally important as commercial banks, but they did not work under the same rules. In the practical part of the thesis the attention was paid to U.S. investment bank Lehman Brothers. Analysis of causes that led to its bankruptcy, reveals that these were easy credit conditions, mortgage-backed securities and debt obligations secured by debt. Bankruptcy led to losses related to subprime lending market.

Keywords: financial-economic crisis, subprime mortgage market, shadow banking system, investment bank Lehman Brothers, securitization, repo 105.

UDK: 338.124:336.711(043.2)

VSEBINA

1	Uvod	1
2	Pojav finančno-gospodarske krize	3
2.1	Vzroki za nastanek finančno-gospodarske krize	5
2.2	Pomen izvedenih finančnih instrumentov	6
2.3	Posledice finančne krize	8
2.4	Razsežnosti krize po svetu.....	10
3	Finančna kriza in investicijske banke	12
4	Stečaj banke Lehman Brothers	14
4.1	Dogodki pred stečajem	14
4.2	Vzroki za propad banke Lehman Brothers	17
4.3	Dogodki po stečaju – Odziv regulatorjev	22
4.3.1	Kasnejše spremembe zakonodaje	24
4.3.2	Predlogi za spremembo računovodskih rešitev.....	25
4.3.3	Povezava s Slovenijo	26
5	Sklep	28
	Literatura	31
	Viri	31

KRAJŠAVE

AIG	American International Group – Zavarovalnica AIG
CDO	Collateralized Debt Obligation – Zadolžnice, zavarovane z dolgom
CDS	Credit Default Swap – Zamenjave kreditnega tveganja
ECB	European Central Bank – Evropska centralna banka
FED	Federal Bank – Ameriška centralna banka
FHFB	Federal Housing Finance Board – Zvezni stanovanjsko-finančni svet
GLBA	Gram-Leach-Bliley Act – Zakon Gram-Leach-Bliley
IMF	International Monetary Fund – Mednarodni denarni sklad
ISDA	International Swaps and Derivatives Association – Mednarodna zveza za zamenjave
LTCM	Ameriški investicijski sklad - Long-term capital management
MBS	Mortgage Backed Securities – Hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
OFHEO	Office of Federal Housing Enterprise Oversight – Urad za stanovanjski nadzor
OIS	Overnight Indexed Swap – Prekonočni indeks zamenjave
OTC	Over-The-Counter – Trg izven borznega trgovanja
SIV	Structured Investment Vehicle – Izvenbilančne gospodarske entitete
SPV	Special Vehicle Purpose – Posebne gospodarske entitete
TARP	Troubled Asset Relief Plan – Program za nakupe problematičnih sredstev finančnih ustanov
TLGP	Temporary Liquidity Guarantee Program - Začasni program zagotavljanja likvidnosti

1 UVOD

Povod za finančno krizo je bila *eksplozija mehurčka cen stanovanj* (ang. housing bubble), ki so dosegle v Ameriki vrhunec v obdobju 2005–2006. Zmanjševanje obrestne mere, podprto s strani Ameriške centralne banke (ang. Federal bank) in pojav drugorazrednih posojil so ustvarili lahke kreditne pogoje nekaj let pred začetkom krize. Le-to je spodbudilo zadolževanje. Lahki kreditni pogoji so prispevali k razvoju ameriškega nepremičninskega mehurčka. Kot del nepremičninskega in kreditnega mehurčka so se pojavili številni *hipotekarno zavarovani vrednostni papirji* (ang. mortgage-backed securities – MBS) ter *zadolžnice, zavarovane z dolgom* (ang. collateralized debt obligations – CDO). Pred krizo so finančne ustanove ustvarile visoko stopnjo finančnega vzvoda, kar je povečevalo njihovo željo po tveganih naložbah in zmanjšalo njihovo odpornost v primeru izgube. Velik del te visoke stopnje vzvoda je bil dosežen z uporabo kompleksnih finančnih instrumentov. Padeč cen na ameriškem nepremičninskem trgu je pripeljal do velikih izgub iz naslova MBS-jev. Neplačila in izgube pri drugih vrstah posojil so se močno povečale z razširitvijo krize iz nepremičninskega trga na druge dele gospodarstva. Skupaj so bile izgube ocenjene na milijarde dolarjev po vsem svetu (Mishkin 2010, 2). Z rastjo nepremičninskega in kreditnega mehurčka je serija dejavnikov povzročila pojav finančne krize. Ameriška vladna politika je od leta 1970 dalje poudarila deregulacijo poslovanja podjetij, posledica tega pa je bil manjši nadzor dejavnosti in manjše razkrivanje podatkov o morebitnih novih dejavnostih, ki jih opravljajo banke in druge razvijajoče se finančne ustanove. Zato oblikovalci politike niso priznali vse pomembnejše vloge investicijskih bank in skladov, znanih tudi kot *bančni sistem v senci* (ang. shadow banking system) (Flaaten 2009, 17). Nekateri strokovnjaki verjamejo, da so te ustanove pri zagotavljanju posojil gospodarstvu postale tako pomembne, kot so pomembne poslovne banke (Flaaten 2009, 9). Delovale pa niso v skladu z enakimi predpisi. Finančna kriza, ki se je začela leta 2007 v Združenih državah Amerike, je vplivala na propad investicijske banke Lehman Brothers. 15. septembra 2008 je po izgubah na drugorazrednem trgu posojil četrta največja ameriška investicijska banka Lehman Brothers vložila vlogo za največji stečaj v ameriški zgodovini. Zaposlovala je nekaj manj kot 26.000 ljudi. *Propad* (ang. demise) banke je sprožil velike padce cen vrednostnih papirjev na trgu vrednostnih papirjev Wall Street. Propad banke in posledice, ki jih je ta prinesel tako za Združene države Amerike kot ostalo svetovno gospodarstvo, so pomembne.

Zaradi pomembnega vpliva, ki ga je imel propad banke Lehman Brothers na razvoj finančne krize, je temeljni namen predlagane diplomske naloge analizirati vzroke za propad banke Lehman Brothers in osvetliti posledice (odzive regulatorjev in kasnejše spremembe zakonodaje) njenega propada.

Za dosego namena zaključne projektne naloge smo izpolnili naslednje cilje:

- predstavljamo razloge za nastanek finančne krize, njene vplive in razsežnosti na globalno gospodarstvo,

- analiziramo vzroke za propad banke Lehman Brothers,
- analiziramo odzive regulatorjev na težave v banki Lehman Brothers in
- analiziramo kasnejše spremembe zakonodaje.

V zaključni projektni nalogi uporabljamo več različnih metod. V teoretičnem delu z deskriptivno metodo predstavljamo najpomembnejše izsledke vzrokov nastanka finančno-gospodarske krize, ki jo navaja domača in tuja strokovna ter znanstvena literatura. Z deskriptivno metodo predstavljamo tudi pojem investicijske banke. Z metodo sinteze strnemo sklepne ugotovitve teoretičnega dela naloge.

Z metodo analize v analitičnem delu naloge analiziramo vzroke in posledice propada banke Lehman Brothers. Analiza, ki sledi v drugem delu naloge, temelji na izsledkih opravljenih storitev zunanje revizije, poročilih neodvisnih strokovnjakov, analizi zakonodaje in opravljenih analizah finančnih strokovnjakov.

Predpostavljamo, da so podatki, ki so vsebovani v poročilih finančnih strokovnjakov in revizijskih poročilih resnični.

Glavna omejitev zaključne projektne naloge se nanaša na osrednjo raziskavo, saj je predmet analize le investicijska banka Lehman Brothers, zato ugotovitev ni mogoče posplošiti na nefinančne dejavnosti.

2 POJAV FINANČNO-GOSPODARSKE KRIZE

Kriza se je začela v Združenih državah Amerike leta 2007 s kolapsom drugorazrednega trga posojil in s padcem cen nepremičnin. Finančno krizo od leta 2007 do 2009 lahko razdelimo v dve različni fazi (Mishkin 2010, 3):

- obdobje od avgusta 2007 do avgusta 2008 in obdobje po avgustu 2008 (obdobje globalne krize).

Prva faza je povezana z izgubami na področju drugorazrednih nepremičninskih hipotek. Razcvet cen ameriških stanovanj je dosegel svoj vrhunec leta 2005. Z začetkom padanja cen stanovanj so se hipotekarno zavarovani vrednostni papirji in vrednostni papirji drugorazrednih stanovanjskih hipotek začeli soočati z ogromnimi izgubami. Kljub navedenim izgubam finančnega trga je v drugem četrtletju leta 2008 realni bruto domači proizvod (BDP) v Združenih državah Amerike še vedno rasel. Analitiki (Mishkin 2010, 3) so posledično napovedovali le blažjo recesijo. *Razcvet* (ang. boom) cen stanovanj je julija 2007 v Združenih državah Amerike dosegel najvišjo vrednost po letu 2005 (Mishkin 2010, 2).

Ko so cene nepremičnin začele padati, so s tem povezani izvedeni finančni instrumenti začeli povzročati velike izgube. Izgube od omenjenih vrednostnih papirjev v začetku leta 2008 so ocenjene na 500 milijard ameriških dolarjev (Mishkin 2010, 2). Mishkin (2010, 2) prav tako meni, da vzrok težav mnogih finančnih ustanov ni bil povezan s klasičnim bančnim sistemom, temveč z bančnim sistemom v senci (v klasičnem bančnem sistemu banka prejete depozite komitentov uporablja za dolgoročna posojila in druga sredstva, ki so povezana z dolgoročnimi posojili). V primerjavi z bančnim sistemom v senci bi v klasičnem sistemu bančni komitenti v primeru morebitnih težav pri poslovanju banke začeli dvigovati svoj denar z računov, in tako banka ne bi mogla zlahka spremeniti svojih dolgoročnih sredstev v gotovino. Pri sistemu bank v senci ima banka kratkoročne obveznosti v obliki kratkoročnih posojil (npr. dogovori o ponovnem odkupu – repo-posli), pri čemer se dolgoročna sredstva (npr. hipotekarno zavarovani vrednostni papirji) uporabijo kot zavarovanje. Ključni element te vrste posojanja je uporaba *varnostne marže* (ang. haircut). Vrednost omenjene varnostne marže se je zviševala, kar je pomenilo, da je enak znesek zavarovanja podpiral manj zadolževanja, kar je po zaslugi manjšega finančnega vzvoda vodilo do prodaje premoženja. Posledica hitre prodaje premoženja so bili neugodni povratni učinki. Padec vrednosti sredstev je znižal vrednost zavarovanja premoženja, hkrati pa so se negotovost in varnostna marža povečali, vse skupaj pa je prisililo finančne ustanove v zmanjšanje finančnega vzvoda in prodajo še več sredstev. Kot primer Mishkin (2010, 3) navaja razpon TED-a. To je *trgovalna koda* (ang. ticker symbol) za *terminske pogodbe med evrom in dolarjem*, pomeni pa razpon med obrestno mero medbančnih posojil in obrestno mero za trimesečne zakladne menice Združenih držav Amerike (Mishkin 2010, 3). Širjenje omenjenega razpona prikazuje oceno tveganja medbančnih posojil, to pa odraža skrbi glede likvidnosti in posojilnega tveganja.

Propad banke Bear Stearns marca 2008 je bila ena od najbolj vidnih težav ustanov v bančnem sistemu v senci. Kratkoročno financiranje v tej banki je usahnilo, njena dolgoročna sredstva ni bilo mogoče spremeniti v gotovino po pošteni ceni, hkrati pa brez dostopa do kratkoročnih sredstev ni bila sposobna poslovati dalje (Mishkin 2010, 3). Mishkin (2010, 3) še navaja, da je Rezervni denarni sklad (ang. Federal Reserve Fund) posredoval pri dogovoru z banko JP Morgan Chase za nakup banke Bear Stearns, poleg tega pa je sklad prevzel tudi vsa slaba sredstva omenjene banke. Hkrati sta ta uspešno zaključeni posel in omogočanje pomoči investicijskim bankam veliko pripomogla k pomirjanju trga. Poletje 2008 so bili kreditni trgi vidno oslabljeni, kreditno tveganje je naraščalo (Mishkin 2010, 3), kar je bilo razvidno v porastu razlike med obrestnimi merami za *obveznice podjetij* (ang. corporate bonds) in tistimi za *državne obveznice* (ang. treasury bonds). Vse skupaj je bilo še vedno podobno (blagi) recesiji leta 2001. Omenjeni razpon TED-a je bil že dovolj povišan, po razkritju težav BNP Paribas-a in propadu banke Bear Stearns pa je ta dosegel največjo vrednost do takrat (Mishkin 2010, 3). Številni so pojasnjevali (Mishkin 2010, 3), da je bil sektor nepremičninskih hipotek relativno majhen v razmerju do kapitalskih trgov in izgube, ki bi jih lahko povzročil težave sektorja, so bile resda občutne (ang. substantial), vendar so bile še videti obvladljive.

Drugo fazo finančne krize lahko poimenujemo *globalna finančna kriza*, ki je sledila po avgustu 2008. 15. septembra 2008 je po izgubah na drugorazrednem hipotekarnem trgu četrta največja investicijska banka Lehman Brothers vložila vlogo za stečaj. Ta je bil največji v ameriški zgodovini. Mishkin (2010, 4) pri razvoju finančne krize po stečaju banke kot ključni dogodek navaja pretvorbo drugorazredne hipotekarne krize v svetovno finančno krizo. Čeprav sta do stečaja banke Lehman vodila povečana negotovost in val krize v prodaji vrednostnih papirjev, so za povzročitev krize pomembni tudi trije naslednji dogodki: propad zavarovalnice AIG 16. septembra 2008, ustanovitev Rezervnega sklada (ang. Reserve Primary Fund) istega dne in boj za pomoč kongresa preko t. i. TARP-a (ang. Troubled Asset Relief Plan) – Programa ameriške vlade za nakupe problematičnih sredstev finančnih ustanov – z namenom okrepitve finančnega sektorja. Propad zavarovalnice AIG je bil pomemben zato, ker je bil za vse vključene veliko presenečenje (poleg tega pa zavarovalnica tudi ni spadala v kategorijo ustanov, ki bi potrebovale poseben nadzor). Na isti dan propada omenjene zavarovalnice so ustanovili Sklad za rezervna sredstva; za program TARP pa je ameriško finančno ministrstvo pooblastilo porabiti 700 milijard dolarjev za nakup drugorazrednih hipotek težavnih finančnih ustanov.

Gorton in Metrick (2010, 7) navajata kot enega izmed glavnih krivcev za krizo trga drugorazrednih hipotek priložnost za lastništvo nepremičnine, ki je predstavljala dolgoletni neuresničen cilj mnogih Američanov. Trg hipotekarnih posojil je bil usmerjen v zagotavljanje stanovanj ljudem z nizkim dohodkom ali brez denarja za polog (Gorton in Metrick 2010, 7). V preteklosti je bila ta skupina ljudi (ljudi s pomanjkanjem prihodkov ali brez denarja za polog) s strani bank označena kot ne dovolj upravičena za običajna hipotekarna posojila, na primer hipoteke s 30-letno fiksno obrestno mero.

2.1 Vzroki za nastanek finančno-gospodarske krize

Obdobje skorajšnjega propada finančnega sistema v Združenih držav Amerike je bilo bistveno hujša kriza od velike depresije v letih med 1920 in 1930 (Bolton 2009, 3). Po začetku krize na koncu leta 2007 je več kot 6 milijonov Američanov izgubilo delovno mesto, propadlo je veliko pomembnih finančnih ustanov in na tisoče milijard dolarjev prihrankov je bilo izgubljenih. Splošno je sprejeto, da so težave Združenih držav Amerike na nepremičninskem trgu vzrok svetovne finančne krize (Bolton 2009, 3). Različni subjekti prenašajo odgovornost za krizo tako na hipotekarne posojilodajalce, posojilojemalce, bonitetne agencije, kot tudi na investitorje in regulatorje. Poleg teh pa je kriza posledica *neučinkovitega sistema upravljanja* (ang. failure of governance): političnega upravljanja delovanja regulatorjev in korporativnega upravljanja v podjetjih (Bolton 2009, 3).

Po mnenju istega avtorja so finančne ustanove »motorji«, ki ščitijo prihranke, pomagajo uravnavati gospodarstvo in omogočajo rast (Bolton 2009, 4). Hkrati za skupnega imenovalca težav, omenja dejstvo, da te ustanove niso uspele upravljati svojih funkcij, poleg vodilnih v bankah pa tudi delovanje regulatorjev (Bolton 2009, 4). Naloga zakonodajalcev v Washingtonu je vzpostavitev zakonov in politike, ki omogočajo pravilno delovanje kapitalskih trgov, varčevalcem in investitorjem nudijo zaščito ter spodbujajo rast in zaposlovanje v Združenih držav Amerike (Bolton 2009, 4). Kot naslednje odgovorne za krizo Bolton (2009, 4) navaja posameznike in krog teh je širok: od vodilnih v velikih ustanovah, ki ne delujejo v skladu z interesom delničarjev, do hipotekarnih posojilodajalcev, ki delujejo v lastnem interesu (tudi za ceno nesmotrnega delovanja sistema) (Bolton 2009, 4).

Večina tujih držav je vlagala precejšnje zneske denarnih rezerv v ameriške vrednostne papirje, saj so se mnogi skladi, finančne ustanove in posamezni vlagatelji z vsega sveta usmerili v naložbe v ameriške finančne ustanove (Bolton 2009, 5). Kot primer Bolton (2009, 5) navaja dve nemški banki: UBS in Deutsche Bank. Slednji sta bili, poleg zavarovalnega velikana AIG, dve izmed velikih vlagateljev, in to je bil samo vzorec odnosov ter naložb številnih držav z Združenih držav Amerike. Seveda pa je jasno, da kar koli se na ameriških finančnih trgih zgodi – pa naj bo to dobro ali slabo – vpliva na ves svet in ravno ta povezanost preko meja in ustanov je del tega, kar je krizo naredilo za edinstveno in tako globalno (Bolton 2009, 5). Številna podjetja so imela neposredne naložbe v hipotekarne vrednostne papirje, zavarovane z nepremičninami, hkrati pa so imele nasprotnne stranke teh podjetij odnose (ang. relationships) z večjimi ameriškimi finančnimi ustanovami (Bolton 2009, 5). In v primeru, da te ustanove, odgovorne za poplačilo obveznosti do tujih nasprotnih strank, odpovejo, postanejo posamezniki po vsem svetu prizadeti (ang. affected) (Bolton 2009, 6). Navedeno pojasni, da so bile medsebojne povezave med državami, med trgi in med ustanovami v zadnjih 10 letih, edinstvene.

Da bi bolje razumeli učinke krize na svetovne trge, se je pomembno osredotočiti na dogodke in reakcije, ki so se zgodili v Združenih držav Amerike. Splošno znano je, da je ameriško in

globalno finančno krizo povzročil propad ameriškega nepremičninskega trga v letih 2007–2008, vendar pa sta izvor (ang. origins) in razvoj krize veliko bolj zapletena (Bolton 2009, 6). Medtem ko so se domače cene nepremičnin v obdobju od leta 2001 do 2006 zvišale za 100 %, se je v istem obdobju bruto domači proizvod povečal za 34 % (Bolton 2009, 9). Po mnenju istega avtorja je denar moral priti od nekod, očitno pa je bilo, da ni prišel iz naslova gospodarske rasti. Jasno pa je, da če bi cene stanovanj še naprej naraščale, nepremičninske krize nikoli ne bi bilo (2009, 9). Glavni vzrok, ki je sprožil propad nepremičninskega trga, so bila drugorazredna hipotekarna posojila (Bolton 2009, 9). Drugorazredna hipotekarna posojila so posojila za posojilojemalce z vprašljivo, negotovo ali slabo boniteto, ki se v zameno za posojilo običajno dogovorijo za plačevanje višje obrestne mere. Te višje obrestne mere pa so bile velikokrat skrite (ang. obfuscated) za nižjimi začetnimi obrestnimi merami ali *variabilnim plačilom* (ang. variable payments) (Bolton 2009, 9).

Povezanost med ustanovami, tudi drugod po svetu, je vplivala na širjenje težav z ameriškega nepremičninskega trga na druga gospodarstva ter pospešitev težav tako znotraj kot zunaj Združenih držav Amerike (Bolton 2009, 12). Toda poleg splošnih značilnosti ameriškega gospodarstva, ki so omogočile začetek in razvoj finančne krize, je tu še več ostalih dejavnikov, ki to krizo razlikujejo od vseh prejšnjih. Spremembe, kako trgi in ustanove delujejo ter se obnašajo, so bistveno pripomogle k ustvarjanju ameriške finančne krize, in sicer: predpisi, novi finančni instrumenti ter spremembe na ameriških finančnih trgih (Bolton 2009, 12). Bolton (2009, 13) še navaja nekaj bolj pomembnih in edinstvenih dejavnikov, ki so vplivali na začetek krize, povezani s finančnimi trgi: novi odnosi med sredstvi (ang. new relationships across assets), zgodovinska nestanovitnost (ang. historic volatility), finančni vzvod (ang. leverage), kultura lastništva (ang. culture ownership) ter tveganje nasprotne stranke (ang. counterparty risk).

2.2 Pomen izvedenih finančnih instrumentov

Zamenjave kreditnega tveganja (CDS – ang. Credit Default Swaps), so povzročile resne finančne težave (Greenberger 2010, 18).

Zamenjave kreditnega tveganja predstavljajo finančni dogovor, da bo prodajalec CDS-jev namesto kupca vrnil posojilo. Profesor na pravni fakulteti Univerze v Marylandu Michael Greenberger (2010, 18) v svojem pričanju pravi, da je poleg CDS-jev in zadolžnic, zavarovanih z dolgom (CDO) do finančne nestabilnosti privedel tudi preostanek trga izven borznega trgovanja (ang. OTC - Over the counter). Instrumenti slednjega so delnice, obveznice, blago ali izvedeni finančni instrumenti med dvema strankama. Omenjeni preostanek trga je povzročil še dodatne destabilizacijske dogodke v gospodarstvu. Med njimi so tudi energijski in živilski mehurček, skorajšnji padec LTCM (ang. Long-Term capital management) leta 1998, škandal Bankers Trust-a in stečaj Orange Country-ja leta 1994 ter

sedanja evropska dolžniška kriza (medvalutno prikrivanje celotnega obsega državnega dolga), še navaja Greenberger (2010, 18).

Nenadzorovani izvedeni finančni instrumenti OTC

Dejstvo, da je preostali trg izven borznega trgovanja ključni vzrok za krizo, je po mnenju Greenbergerja (2010, 18) prisotno predvsem zaradi medsebojne povezanosti ustanov, ta povezanost pa je velike finančne ustanove naredila prevelike za to, da bi jih vlada pustila propasti (TBTF – ang. To big to fail). Poleg tega pa je preprečevanje kaskadnega zloma (ang. cascading collapse) finančnega sistema in reševanje ustanov zahtevalo uporabo davkoplačevalskega denarja (Greenberger 2010, 18). Greenberger (2010, 18) prav tako ugotavlja, da kot je bilo kasneje vidno iz stečajnega postopka, je bila banka Lehman Brothers nasprotna banka ali porok za ogromno OTC-jev. V kolikor te pogodbe niso vključevale CDS-jev, so zagotovo vključevale nenadzorovano obrestno mero, valuto in devizna sredstva (Greenberger 2010, 18).

Zamenjave in z njimi povezane pomanjkljive računovodske rešitve – končni razlog, da so vse (ne samo kreditne) zamenjave igrale pomembno vlogo pri začetku krize, je ta, da so bili neustrezno upoštevani v bilanci stanja. Torej predvsem zaradi velikega truda pri lobiranju združenja ISDA (ang. International Swaps and Derivatives Association) (Greenberger 2010, 20). Po mnenju Greenbergerja (2010, 20) so bile zamenjave pred zlomom banke lahko skrite v bilanci stanja finančnih institucij (finančne institucije pa lahko najbolj trpijo zaradi njihovih škodljivih vplivov). Težava se pojavlja zaradi narave pogodbenih obveznosti, ki je vgrajena v zamenjave. S trenutkom, ko je bila kriza v polnem zamahu, je ta problem vodil oblast do strahu pred najhujšim. Rezultat tega je bila zamrznitev bančnih posojil, ki je na koncu tudi povzročila nastanek posojilne krize še ugotavlja Greenberger (2010, 20).

Z odmikom večmiliardnih zamenjav od tradicionalnega nadzora trga je bil ustvarjen špekulativni balon finančnih instrumentov. Greenberger (2010, 21) pravi, da je bilo na trgu zamenjav dovoljeno ustvariti več milijard dolarjev finančnih obveznosti. Dejstvo, da je bilo to možno storiti tudi brez zagotovila, da bi se te zaveze izpolnile, nakazuje na to, da če bi bil tržni nadzor primeren, bi bile te zamenjave ustrezno kapitalizirane s tradicionalnimi računovodskimi tehnikami v računovodskih izkazih (Greenberger 2010, 21). Poleg tega pa bi bilo mogoče nevarnosti, ki se nabirajo na teh trgih, opaziti s preglednostjo (Greenberger 2010, 21).

Medtem ko so CDS-ji in njihovo slabo kapitalizirano zavarovanje sprožili zlom, se je kriza le še poslabšala z nepregledno medsebojno povezanostjo velikih finančnih ustanov. Najhujše stanje na finančnih trgih je bilo prisotno neposredno po disfunkciji bank Bear Stearns, Lehman, AIG in Merrill. Ustanove so postale prevelike, da bi propadle zaradi te neznane in strah zbujaajoče soodvisnosti, poleg tega pa je obstajal tudi strah pred reševanjem teh ustanov zaradi pomanjkanja zanesljivih vrednosti izvedenih finančnih instrumentov. Ameriški

davkoplačevalci so financirali reševanja bank in posledično celotnega gospodarstva iz krize. Banke so bile močnejše kot kdaj koli prej, davkoplačevalci pa so bili posledično obremenjeni (ang. burdened) z visoko stopnjo brezposelnosti, negotovostjo nekaterih zaposlitev, osiromašenimi pokojninami ter omejenim dostopom do posojil.

2.3 Posledice finančne krize

Obstajajo štiri ključna področja vladne politike za namene *ponovne vzpostavitve* normalnega delovanja svetovnega finančnega sektorja in *okrevanja* svetovnega gospodarstva. Po mnenju Mishkina (2010, 19) sta to: krčenje bilančne vsote izkazov centralnih bank (ang. shrinking Central Bank balance sheets) in sprememba fiskalne politike. Azadinamin (2012, 12) pa dodaja še dve, in sicer: izogibanje nedosegljivim poslovnim strategijam (ang. avoiding unachievable business strategy) ter alternativni teoretični in praktični finančni modeli za napovedovanje krize (ang. alternative theoretical and practical financial distress prediction models).

Krčenje izkazov centralnih bank

Ukrepi centralnih bank, ki naj bi obvladovali finančno krizo, so povzročili širitve/rasti bilance stanja, v smislu večje bilančne vsote od realne. Te širitve izhajajo iz zagotavljanja dodatnih likvidnostnih sredstev. Obrniti (ang. reverse) sredstva na tak način pa je možno predvsem zato, ker je večina likvidnostnih posojil danih po obrestnih merah, ki so višje od tržnih obrestnih mer v normalnih okoliščinah. S tem, ko so se finančni trgi vrnili v normalno stanje, se tržni udeleženci niso več pripravljene zadolževati nad tržnimi omejitvami, to pa lahko omogoči okrevanje finančnega sistema (Mishkin 2010, 19), kar se je na koncu tudi zgodilo.

Omenjeni problem je bil še večji kot prej, delno zato, ker so se banke združile in tako postale še pomembnejše. Z vladnim reševanjem banke Bear Stearns marca 2008 in ob finančni pomoči zavarovalnici AIG septembra 2008 je postalo jasno, da se večja skupina finančnih ustanov šteje za TBTF (Mishkin 2010, 21). Neposredno po propadu banke Lehman so vlade povsod po svetu rešile ali pa zagotovile sredstva svojim velikim finančnim institucijam¹ (Mishkin 2010, 21). Možni rešitvi te doktrine sta omejitev obsega finančnih ustanov, ki bi se lahko vključile v to skupino bank ob propadu ene izmed velikih ustanov, ali pa omejitev aktivnosti, ki jih finančne ustanove lahko opravljajo. Vendar pa bi samovoljne omejitve velikosti in dejavnosti lahko zmanjšale učinkovitost ali pa povečale druga tveganja v finančnem sistemu. Ostaja možnost izpostavljanja sistemsko pomembnih ustanov večjemu nadzoru, na primer s pomočjo systemskega regulatorja ali pa z uvedbo večjih zahtev po kapitalu za sistemsko pomembne finančne ustanove.

¹ Finančne institucije: Bear Stearns, Merrill Lynch, AIG, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley.

Sprememba fiskalne politike

Kombinacija masivnega reševanja, paketov fiskalnih spodbud in ostre gospodarske krize, ki je zmanjšala davčne prihodke, je spremenila fiskalno stanje mnogih držav (Mishkin 2010, 22). Posledice finančne krize se kažejo v povečanem zadolževanju države. To povečanje zadolževanja pa lahko celo poveča tveganje za neplačilo dolga, ki je lahko še posebej problematično, če so ti dolgovi pri mnogih bankah označeni kot varna sredstva. Omenjeno tveganje je postalo resen problem v Evropi po grški dolžniški krizi. S povečanjem primanjkljaja po krizi je stopnja razmerja med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom v številnih državah skočila na zelo visoko raven. V naslednjem desetletju ali še dlje bo pridobitev t. i. davčnih hiš² (ang. fiscal houses) postala ena izmed najvišjih prioriteta vlad povsod po svetu. V mnogih državah se že soočajo z dolgoročnim problemom nevzdržne rasti izdatkov za zdravstvo in pokojnine, trenutna fiskalna neravnovesja pa so samo še skrajšala težave iz dolgoročnih v srednjeročne in v nekaterih državah v kratkoročne oz. v bližnjo prihodnost.

Izogibanje nedosegljivim poslovnim strategijam (ang. avoiding unachievable business strategy)

Leta 2006 so se, po navajanju Azadinamina (2012, 12), v banki Lehman namerno odločili za doseganje višje postavljenih poslovnih ciljev, in sicer da so za doseg cilja zamenjali model majhnega borznega tveganja za kapitalsko intenziven bančni model (ang. low-risk brokerage model to capital-intensive banking model), ki je od njih zahteval nakup sredstev ter njihovo zadržanje, nasprotno od pridobitve sredstev za premik teh na tretjo osebo. Neusklajenost zapadlosti med kratko- in dolgoročnimi posojili ter nelikvidnostjo naložb je banko prisilila v stalno uravnavanje likvidnosti. Zaupanje v sposobnost preživetja podjetja in možnost posojanja sta kritična dejavnika pri dostopu podjetja do sredstev, zato je bilo za banko nujno, da ohrani dobre bonitetne ocene. Če so želeli doseči višjo rast, niso imeli druge možnosti, kot da agresivno ciljajo na visoko stopnjo rasti prihodkov ter se usmerijo v še hitrejšo rast bilančne vsote in skupne kapitalske osnove (Azadinamin 2012, 13). Ta strategija je bila neizvedljiva, poleg tega pa je prinesla s seboj še večje tveganje, saj je bila večina sredstev dolgoročnih in visoko nelikvidnih. Ko se je začela kriza drugorazrednih hipotek, je banka morala hitro ukrepati, kar je pomenilo likvidirati veliko količino nelikvidnih sredstev, zavarovanih z nepremičninskimi hipotekami. Negativno dožemanje trga je povzročilo prodajo sredstev oz. premoženja pod nižjimi cenami. Glede na dogajanje in izbrano strategijo lahko sklepamo, da je bilo doseganje strategije za vsako ceno vsekakor napačna odločitev. Stroški

² Davčne hiše (ang. fiscal houses): namen davčnih hiš je ponudba storitev, prilagojenih potrebam strank, in pomoč pri sprejemanju odločitev za doseg finančnih ciljev, upoštevajoč finančne rešitve iz vseh možnih virov.

obstajajo pri vsaki strategiji in banka bi se morala odpovedati strategiji hitre rasti, če je cena uporabe določene strategije višja od koristi ter je bila v tistem času videti neizvedljiva.

2.4 Razsežnosti krize po svetu

Recesija se je, po pisanju Mishkina (2010, 10), v ameriškem gospodarstvu začela decembra 2007 in pomeni najhujšo ekonomsko krizo v Združenih državah Amerike po 2. svetovni vojni. Ameriški bruto domači proizvod se je ob koncu leta 2008 in v začetku leta 2009 pomembno zmanjšal, stopnja brezposelnosti je dosegla vrhunec oktobra 2009 (10 % povečanje), občutno je padla tudi ameriška gospodarska rast, in sicer se je na letni ravni ob koncu leta 2008 znižala za 6,4 %, enako pa se je zgodilo tudi v prvem četrtletju 2009, in sicer za 7,3 % (Mishkin 2010, 10).

Potek finančne krize lahko opišemo v treh delih. Kot prvo se omenja *razširitev kreditnih razmikov* (ang. crisis widens credit spreads), na primer razlika med obrestnimi merami. Rezultat te je neuspešnost ameriške konvencionalne denarne politike; saj so kljub padcu obrestnih mer državnih obveznic zaradi oslabitve gospodarstva in poenostavitve monetarne politike obrestne mere, pomembne za gospodinjstvo in poslovne odločitve, narasle, še navaja Mishkin (2010, 19). To pa je povzročilo padec agregatnega povpraševanja.

Kot drugo Mishkin (2010, 10) omenja *padec vrednosti premoženja* v času finančne krize, kar je povzročilo upad vrednosti zavarovanja. To nefinančnim podjetjem otežuje izposojanje, leta pa imajo strokovno znanje ter potrebne izkušnje za ublažitev napačne izbire in moralnega hazarda (Mishkin 2010, 10). Mishkin (2010, 10) še navaja, da je poleg nezmožnosti posojanja nefinančnih podjetij, poslabšanje njihovih bilanc stanja povzročilo zmanjšanje porabe. Ameriška bančna posojila so se v začetku finančne krize (začetek leta 2007) še naprej povečevala in tudi ostala stabilna do trenutka reševanja banke Bear Stearns (marca 2008) (Mishkin 2010, 10). Po septembru 2008 se je njihova uporaba povečevala predvsem zaradi dejstva, da so se posojilodajalci močno opirali na določene kreditne linije, vendar pa se je njihova uporaba dokončno zmanjšala v sredini leta 2009 (Mishkin 2010, 10). Ta upad ne gre pripisati le manjši ponudbi posojil, ampak tudi zmanjšanju povpraševanja po posojilih zaradi slabšanja gospodarskih razmer.

Tretji del je *splošno povečanje negotovosti*, ki se je pojavilo v času finančne krize in je vodilo k povečanju asimetrije informacij (Mishkin 2010, 11). To pa je še naprej oviralo sposobnost finančnih trgov za dodelitev sredstev gospodinjstvom in podjetjem s proizvodnimi naložbenimi priložnostmi. Mishkin (2010, 11) še navaja, da je trg z zavarovanimi komercialnimi zapisi (na katerem je bilo sredi leta 2008 možno opaziti okrevanje) na dnevni osnovi septembra istega leta skopnel (ang. dwindled) s 64 na 16,6 milijarde dolarjev ob koncu leta.

Kriza se je hitro razvijala in širila v svetovni gospodarski šok kot posledica propadov številnih evropskih finančnih institucij, nihanja (volatilnosti) različnih borznih indeksov ter velikih znižanj tržnih vrednosti lastniških vrednostnih papirjev in blaga. Svetovni politični voditelji, finančni ministri ter centralne banke so si prizadevali za zmanjšanje strahov, vendar se je kriza nadaljevala.

Če se omejimo na Evropsko unijo, je bil celoten gospodarski sistem bodisi posredno ali neposredno prizadet zaradi kreditne krize v Združenih Državah Amerike. Mnogi investitorji so imeli v lasti veliko »problematičnega« premoženja, navaja Berardi (2010, 7). Z namenom ne povzročiti panike se je Evropska centralna banka (ECB) pri naložbah odločila za zmanjšanje obrestnih mer, vendar pa je panika zaradi propadov določenih ustanov z Wall Streeta onemogočila uporabo denarja in v Evropo pripeljala krizo (Berardi 2010, 7). Omenjena ECB je skupaj z Mednarodnim denarnim skladom (IMF), da bi preprečila krizo v Grčiji, posodila približno 45 milijard dolarjev, še navaja Berardi (2010, 7). To posojilo je bilo odobreno kot posledica gospodarskega načrta v času, ko so zmanjšali javni dolg s pomočjo občutnih rezov v javni porabi. V podobno kritičnem stanju sta trenutno tudi Španija in Irska (Berardi 2010, 7).

3 FINANČNA KRIZA IN INVESTICIJSKE BANKE

Investicijska banka je podjetje, ki se ukvarja z vrednostnimi papirji – podjetje, specializirano za trgovanje z vrednostnimi papirji vseh vrst (Wallison 2009, 4). Isti avtor navaja, da vlade teh bank ne podpirajo in so, za razliko od poslovnih bank, ustanovljene z namenom prevzemanja odjemalčevega tveganja (prevzamejo tveganje za morebitno izgubo). Zakon Glass-Steagall v Ameriki je bil zasnovan tako, da se poslovne banke ločijo od investicijskih bank, in sicer na dva preprosta načina. Prvi je, da prepovejo povezanost (ang. affiliations) obeh vrst bank; drugi način pa je, da poslovnim bankam prepovejo opravljanje dejavnosti investicijskih bank (tj. sklepanje zavarovanj in trgovanje z vrednostnimi papirji) (Wallison 2009, 4). Nekateri analitiki so, po mnenju Wallisona (2009, 1), za krizo na trgu krivili deregulacijo finančnega sistema, poleg tega pa tudi nadomestitev zakona Glass-Steagall z zakonom Gramm-Leach-Bliley (GLBA). Mnogi so se zavzemali za ponovno vzpostavitev delitve med poslovnim in investicijskim bančništvom, kar je bilo bistvo prvotnega zakona. Uzakonitev in izvajanje zakona GLBA sta imela velik vpliv na strukturo in razvoj na ameriškem sektorju finančnih storitev. Ko je Kongres zakon Glass-Steagall s prepovedjo povezovanja komercialnih in investicijskih bank na podlagi skupnega lastništva dokončno odpravil, je v finančni industriji sledil val konsolidacije in oblikovanja velikih, raznovrstnih finančnih konglomeratov (Omarova 2011, 123). Pod novim pravnim režimom so se lahko holdingi ukvarjali tudi z vrednostnimi papirji, sklepali zavarovanja, upravljali z naložbami ter drugimi dejavnostmi na trgu kapitala. Rezultat odprave zakona je bil, da so mnoge poslovne banke močno povečale povezanost (ang. affiliations) z drugimi finančnimi institucijami (Omarova 2011, 123). Propadi podjetij, kot so Enron, Worldcom in Lehman Brothers, po mnenju Boamaha (2011, 8), govorijo v prid argumentom za ohranitev zakona Glass-Steagall. Ti argumenti pa so naslednji: potreba po zavarovanju pred navzkrižjem interesov, ki bi lahko izhajala iz ustanov, ki se ukvarjajo ali s posojili ali z naložbami; vloga komercialnih (poslovnih) bank v gospodarstvu je drugačna od vloge investicijskih bank – ne sme se jih uvrščati v konkurenco finančnih trgov z namenom zaščite vlagateljevega denarja (pri zaščiti pa je pomembno, da so tvegane transakcije ločene od komercialne dejavnosti banke – to vključuje dejavnosti v povezavi z vrednostnimi papirji); komercialne banke so v primerjavi z investicijskimi bolj previdne in ne tako agresivne, hkrati je poslovnim dovoljena vključitev v špekulativne posle z vrednostnimi papirji (2011, 8). Vendar pa je, po navajanju istega avtorja (2011, 8), kongres nasprotoval tem argumentom in bil mnenja, da so potencialne koristi ob združitvi poslovne in komercialne banke odtehtale zaskrbljenost glede pritiskov in konfliktov interesov. Leta 1999 je kongres na koncu ugotovil, da je zakon Glass-Steagall zastarel in neproduktiven. Hkrati pa je zavrnil pomembnost ugotovitve omenjenega zakona, da je kombinacija komercialnega in investicijskega bančništva iz 20-ih let prejšnjega stoletja povzročila val špekulativnega financiranja, rezultat tega pa je bil nevzdržen gospodarski razcvet in distribucija visoko tveganih vrednostnih papirjev (natančneje velike izgube navadnih vlagateljev, vključno z depozitorjem) (Boamah 2011, 8).

Propad banke Lehman Brothers je sprožil največje pretrese v borzni hiši Wall Street v zadnjih desetletjih in predstavljal velik šok po celem svetu. Za stečaj banke je bila pomembna zlasti odločitev ameriške vlade (finančnega ministrstva in Ameriške centralne banke), da ne prepreči propada. Razprava o pomenu stečaja za svetovno gospodarstvo in o vladnem ne-posegu se je nadaljevala z nezmanjšano močjo tudi po preteklem daljšem obdobju od stečaja³. Propad banke in posledice, ki jih je ta prinesel tako za Združene države Amerike kot ostalo svetovno gospodarstvo, so pomembne.

Razloga sta vsaj dva. Prvi je ta, da je banka Lehman Brothers imela *dovolj časa za iskanje rešitve*, ki bi bila bodisi združitev z drugo družbo bodisi prodaja, kljub temu šla v stečaj. Drugi pa, da *vlada ni pristopila k preprečitvi propada* banke, potem ko je 6 mesecev pred tem že rešila manjšo investicijsko banko Bear Stearns. Banka Lehman je morda pričakovala enako obravnavo, če bi težave ogrožale njen nadaljnji obstoj. Trditev, da je zaznavanje banke, kakšne bodo vladne preference, če se znajde na robu stečaja, dejansko vplivalo na nepripravljenost vlade za pravočasno iskanje rešitve, je vsekakor razumljiva. Glavni razlog, zakaj izvršni direktor banke Richard Fuld ni našel rešitve, je ta, da je precenil banko in se prepozno zavedel resnosti položaja. Vzrok Fuldove precenitve družbe gre iskati v njegovem dolgoletnem delu v banki, nepoznavanju najnovejšega razvoja sodobnih financ ter nedostopnosti za prejemanje kakršnih koli podatkov, še piše Flaaten (2009, 7).

Ugotovljeno je bilo, da je najvišje poslovodstvo banke in še nekaterih drugih z njimi povezanih podjetij dobilo izplačana velika nadomestila v obdobju od leta 2000 do leta 2008 (Bebchuk, Cohen, Spamann 2010, 11). Denarni tokovi so zaradi visokih zaslužkov banke in povišanja cen delnic bistveno presejali vrednost začetnega vložka vodstva. Tedanji zaslužki so predstavljali še dodatne spodbude za sprejem nadpovprečno tveganih naložb. Banka Lehman je kljub slabšemu položaju banke v primerjavi z letom 2006 (stanjem pred krizo), še naprej izplačevala te nagrade. Po mnenju poslovodstva je bilo izplačevanje velikih nadomestil upravičeno zaradi: čistega dobička, neto prihodkov, uspešnega poslovanja skozi težavno obdobje kreditnega in hipotekarnega trga ter vzdrževanja stanja podjetja pod strogim nadzorom tveganja (Bebchuk, Cohen, Spamann 2009, 13). Kar je pomembno pri tem, je to, da dogovor o prejemu nagrad ni vključeval njihovega vračanja za leta pred zlomom banke leta 2008. Ravno zaradi tega ni bilo izterjave nagrad, čeprav so domnevno rekordni finančni rezultati, ki so bili osnova za nagrade, popolnoma izginili. V obdobju 2000–2008 je vodstvo uspelo prodati več delnic, kot so jih ostale banke v podobnem položaju. Ogromna prodaja delnic v tem obdobju je ključni razlog, zakaj je vodstvo banke uspelo ustvariti neto dobiček, čeprav je vrednost njihovih delnic ob strmoglavljenju banke leta 2008 doživela velik padec (Bebchuk, Cohen, Spamann 2009, 16).

³ Primera sta naslednja članka: »4 years after Lehman's demise, regulators debate overhaul« novinarja Bena Protessa v New York Timesu in članek v angleškem Guardianu novinarja Richarda Wolffa z naslovom »Lehman Brothers: financially and morally bankrupt«.

4 STEČAJ BANKE LEHMAN BROTHERS

V središču pozornosti tega poglavja bo predvsem dogajanje pred, med in po stečaju banke. Začelo se je z reševanjem banke Bear Stearns s strani Ameriške centralne banke, kar pa se ni zgodilo šest mesecev kasneje v primeru banke Lehman Brothers. Krog vzrokov je dokaj širok, največkrat se omenja uporabo računovodske tehnike repo 105. Posledice oz. boljše rečeno kasnejše spremembe (zakonodaje in etičnega ravnanja) regulatorjev so bistvenega pomena za prihodnost. Dogajanje okoli banke Lehman Brothers je seveda zelo podobno tudi v primeru Slovenije in slovenskih bank, saj ne manjka veliko, da se ne sesuje tudi naš bančni sistem.

4.1 Dogodki pred stečajem

V nadaljevanju so opisani dogodki pred stečajem banke. Wall Street je, tako kot tudi ostali finančni trgi po svetu, doživljal velike pretrese v obdobju pred stečajem banke Lehman Brothers, začevši z izjemno hitrim prevzemom banke Bear Stearns preko banke JP Morgan Chase v marcu 2008 do propada banke Lehman Brothers septembra istega leta (Flaaten 2009, 8). Banka Bear Stearns je s težavo prebrodila krizno obdobje marca leta 2008, ko se je zgodil omenjeni prevzem pete največje investicijske banke, (prevzem je bil podprt s strani Ameriške centralne banke) (Flaaten 2009, 13).

Težave ene največjih zavarovalnic hipotekarnih obveznic v državi Bear Stearns so povzročile padec cen vrednostnih papirjev, temelječih na nepremičninskih posojilih. Poleti leta 2007 sta dva izmed skladov banke Bear Stearns utrpela veliko četrletno izgubo, kar se je zgodilo prvič v njihovi 80-letni zgodovini (Flaaten 2009, 13). Po intenzivnih pogajanjih se je banka z Ameriško centralno banko dogovorila za posojilo, s katerim bi bil olajšan prevzem s strani banke JP Morgan Chase (Flaaten 2009, 13). Na trgih je vladala negotovost glede prihodnjih vladnih postopkov in kriterijev ukrepanja pred propadom finančnih institucij. Še posebej po intervenciji pri prevzemu banke Bear Stearns odločitve, ki bi vodile do nadaljnjih intervencij, niso bile jasne.

Predsednik uprave banke Lehman Richard Fuld, ki je banko vodil že skoraj 40 let, je po navajanju Flaaten (2009, 9), dobival vprašanja o stanju banke že sredi julija, ko so cene delnic padale in so naložbeniki kazali vedno večjo zaskrbljenost. Razmere so spominjale na podobno situacijo kot v banki Bear Stearns štiri mesece pred tem (Flaaten 2009, 10). Vodilni v banki so poskušali spremeniti banko v poslovno, sprememba pa bi se dogajala v skladu s pravili Ameriške centralne banke. Poskus se ni izšel, saj njen predsednik Timothy Geithner ni verjel, da bi to rešilo probleme banke oz. mu ideja o preobrazbi banke iz investicijske v holding podjetje ni bila povšeči (Flaaten, 2009, 10). Pogovori z morebitnimi kupci so se opravljali tudi že leto pred propadom, vendar so izgube pri poslovanju z drugorazrednimi hipotekami že začele pretresati trg, zato niso prinesli zelenih rezultatov oz. dogovora (Flaaten 2009, 10).

Stečaj banke Bear Stearns je situacijo na finančnih trgih le še poslabšal, še posebno na trgu investicijskih bank. Nato so se, po navajanju Flaaten (2009, 10), začeli pogovori o združitvi z angleško banko Barclays Capital, prav tako pa so bili v stikih z južnokorejsko Development Bank glede možnosti strateške naložbe v banko Lehman. Ko so informacije o kapitalski neustreznosti banke prišle v javnost, se je cena delnic še dodatno znižala (Flaaten 2009, 11). Takratna morebitna prevzemnica banka JP Morgan Chase je v zameno zahtevala še več denarja, s katerim bi se zavarovala pred tveganimi terjatvami, predvsem zaradi zaskrbljenosti, da je nakup zanje preveč tvegan (Flaaten 2009, 11). V istem času se je Fuld ukvarjal s preiskavami zveznih tožilcev tako v zvezi s finančnim stanjem banke kot tudi z morebitno precevitvijo poslovnih nepremičnin.

Še teden dni pred propadom je imela banka Lehman dva potencialna kupca, in sicer ameriško banko Bank of America ter angleško banko Barclays (Flaaten 2009, 11). Prva je od Ameriške centralne banke zahtevala 65 milijard posojila za kritje izpostavljenosti slabih sredstev. Čeprav je bila zahtevana vsota dvakrat višja od tiste, ki jo je imela Ameriška centralna banka na voljo za olajšanje prevzema banke Bear Stearns, je bila ta višina upravičena, saj je bila banka Lehman večja (Flaaten 2009, 11). Banka Barclays pa je, po navajanju Flaaten (2009, 11), želela garancijo s strani Ameriške centralne banke za zaščito pred morebitnimi povečanimi izgubami, s katerimi bi se banka lahko soočala še pred zaključenim prevzemom.

Samo teden dni preden je, po navajanju Flaaten (2009, 11), banka Lehman objavila stečaj, sta bili instituciji s polovico nepremičninskih hipotek v lasti Fannie Mae in Freddie Mac rešeni s pomočjo vlade. To reševanje velja za eno največjih v zgodovini Združenih držav Amerike. Ameriški finančni minister je, po navajanju Flaaten (2009, 14), reševanje utemeljil s tem, da je zadolženost obeh družb predstavljala preveliko sistemsko tveganje za finančno stabilnost.

Glavni razlog, zakaj vlada intervenira v finančni sistem in poskrbi za pomoč finančnim institucijam, je prepričanje, da je cena zaščite sistemsko pomembne ustanove pred bankrotom manjša od koristi, pridobljenih z neizogibanjem morebitni nestabilnosti v bančnem sistemu, ki bi se kasneje razširila na preostalo gospodarstvo. Sistemsko tveganje je posebej značilno za finančne sisteme (Flaaten 2009, 20). Pomemben pri tem je t. i. domino učinek, kjer se šok z ene institucije oz. trga prenese na druge (Flaaten 2009, 21). To se na primer zgodi, ko ustanove propadejo zaradi prizadetosti v drugem krogu – so torej prizadete zaradi domino učinka in ne zaradi začetnega šoka – kljub temu da so bile pred dogodkom, tj. pred okužbo, v osnovi solventne (Flaaten 2009, 21).

Sistemski dogodek lahko privede do nezmožnosti plačevanja, zmanjšanje dostopnosti kreditov pa pripelje do povečane brezposelnosti in zmanjšane proizvodnje, kar predstavlja negativen učinek za gospodarstvo. Zagovorniki vladnega posega v reševanje so trdili, da je posredovanje potrebno in zaželeno, če se želijo izogniti negativnim učinkom in neučinkovitosti trga ter hkrati ohraniti makroekonomsko stabilnost (Flaaten 2009, 25).

Možne strategije, ki jih lahko ubere vlada po navajanju Flaaten (2009, 26) so: *storiti ničesar, rešiti samo določene* ali *rešiti vse*. V primeru odločitve za eno od zadnjih dveh omenjenih možnosti ima vlada vrsto različnih posegov. Možnosti, ki jih nudi širši pristop pri pomoči bankam, kot je v primeru banke Lehman Brothers, so naslednje: storiti ničesar nenavadnega in pustiti propasti ustanovo v težavah, če ta ni zmožna najti rešitve na trgu. Rešitev na trgu bi bila lahko *dokapitalizacija, prodaja, združitev, pridobitev novih posojil* ali kakršen koli drug način preprečitve stečaja brez posredovanja države.

Vlada je imela na voljo različne možnosti za preprečitev stečaja banke Lehman. Prva izmed možnosti je bila *podpora* (ang. backstop) *združitvi* s pomočjo garancij za slabe aktive (ang. guarantee for toxic assets), ki je bila uporabljena že pri preprečitvi stečaja banke Bear Stearns. Takrat je vlada ustvarila t. i. *posebne gospodarske entitete* (ang. Special Purpose Vehicles – SPV), ko je banka JP Morgan Chase uporabila posojilo za pridobitev slabih sredstev banke Bear Stearns. To je mogoče razumeti kot zagotavljanje dodatnega kapitala. Sredstva so bila dana kot zavarovanje, časovni okvir trajanja posojila pa je znašal 10 let (Flaaten 2009, 33).

Naslednji možen pristop je *zagotavljanje neposrednega posojila*, kot so to storili že v primeru zavarovalnice AIG, dan po stečaju banke Lehman. Za rešitev omenjene zavarovalnice je Ameriška centralna banka omogočila dvoletno posojilo v zameno za nakupne bone (ang. warrants), ki se lahko pretvorijo v navadne delnice (kar pomeni, da bi vladi predali skoraj 80-odstotni delež) (Flaaten 2009, 33).

Kot tretji izmed možnih pristopov vlade je nakup delnic banke Lehman, t. i. nacionalizacija, v Združenih državah Amerike znana kot conservatorship – kar pravno pomeni, da je ustanova ali organizacija predmet pravnega nadzora zunanje osebe ali organizacije, konservatorja (Flaaten 2009, 33).

Banko je bilo mogoče deliti v eno dobro in eno slabo banko, kar je predsednik uprave banke Lehman tudi poskušal. Ko je bila računovodska postavka nepremičnin (poslovni in stanovanjski objekti) najbolj problematična, je Fuld želel izločiti (ang. to spin off) dejavnost v novo podjetje. To bi zmanjšalo izpostavljenost banke slabim naložbam in hkrati zmanjšalo finančni vzvod. Vendar omenjene entitete ni bilo mogoče ustanoviti pred januarjem leta 2009, saj bi bilo potrebno dodatno financiranje kritja izgub (ki so bile v tej entiteti možne, če bi se vrednost njihovega premoženja zmanjšala). Dodatno financiranje pa bi moralo biti zagotovljeno z vladne strani oz. s strani drugih bank na Wall Streetu. Ravno ta pretvorba v bančne holdinge se je zgodila bankam Goldman Sachs in Morgan Stanley 21. septembra 2008 (Flaaten 2009, 34).

4.2 Vzroki za propad banke Lehman Brothers

Dejavniki, ki so po mnenju Amirsaleha Azadinamina (2012, 2) vodili k stečaju banke Lehman, so:

- trg zavarovanih dolžniških obveznosti – zadolžnice, zavarovane z dolgom (ang. collateralized debt obligation – CDO),
- napačno prikazovanje poslovnih rezultatov,
- zapletena struktura družbe,
- nizki standardi ter
- neetično ravnanje vodilnih družbe.

Napačno prikazovanje poslovnih rezultatov kaže na zlorabo repo poslov in na uporabo teh v izkazih, v katerih so bili na ta način videti boljši, kot bi bili sicer. Poseben poudarek je namenjen napačni uporabi t. i. postopka repo 105.

Na stečaj banke so vplivali tudi: dolgovi ameriških gospodinjstev, ukrepi Ameriške centralne banke, delovanje bonitetnih agencij in ne nazadnje tudi deregulacija (Azadinamin 2012, 4). Morin and Maux (2011, 39) sta v svojem članku »*Black and white and red all over: Lehman Brothers' inevitable bankruptcy splashed across its financial statements*« analizirala postavke izkaza denarnih tokov, da bi ugotovila, ali je bilo mogoče napovedati stečaj banke. Njuna analiza (2011, 39) je pokazala, da je bilo znake finančnih težav v izkazih iz obdobja 2005–2007 možno zaznati, in sicer:

- nesposobnost za ustvarjanje denarnega toka iz poslovanja;
- množične in sistematične naložbe v čista obratna sredstva in še bolj intenzivne naložbe v finančne instrumente;
- sistematična uporaba zunanjega financiranja (predvsem dolgoročni dolgovi) za pokritje izgube iz poslovanja;
- slabšanje stanja denarnih sredstev v obdobju treh zaporednih let.

Banka je bila obtožena prodaje dolžniških vrednostnih papirjev svojim strankam in zavzetja položaja (ang. taking short positions), ki je bistveno zmanjšal vrednost teh vrednostnih papirjev. Pri tem jim je pomagala banka Goldman Sachs (Azadinamin 2012, 4). Izpostavljenost banke na trgu drugorazrednih hipotek je bila pomembna grožnja banki Lehman Brothers. Največ težav so predstavljale naložbe v drugorazredne hipoteke in hipotekarno zavarovane vrednostne papirje, ki so sredi krize v nevarnosti za odpis (Azadinamin 2012, 4). Večina drugorazrednih dolgov je bila preoblikovana v zavarovane dolžniške obveznosti, ki so bili nato prodani investitorjem. Veliko skladov in nosilcev naložb je ogromno vlagalo v te vrednostne papirje, kasneje pa so ugotovili, da so nelikvidni ravno zaradi neplačil na hipotekarnem trgu. Po navajanju Azadinamina (2012, 5) se je kriza drugorazrednih posojil začela poleti leta 2007 in se kmalu razširila na druga trge. Rast ključnih obrestnih mer preko Ameriške centralne banke in padeč povpraševanja po nepremičninah sta glavna povzročitelja neplačevanja, to pa je vodilo v nelikvidnost (na vseh

trgih). Padec povpraševanja se je razširil tudi na področje *listninjenja* (ang. over all securitization vehicles), ki je namenjeno združevanju ali prodaji sredstev z majhno stopnjo likvidnosti. Omenjeno listninjenje oz. sekuritizacija je proces pretvarjanja neprenosljivih oblik sredstev (npr. kreditov) v prenosljive instrumente, t. j. v vrednostne papirje. Posojilo tako postane likvidno sredstvo.

Christopher Nicholls (2011, 43) navaja, nekaj vprašljivih dejanj (vodilnih) banke Lehman:

- uporabo računovodske tehnike Repo 105,
- regulativo,
- prakso nagrajevanja vodilnih,
- vprašljivo vrednotenje premoženja ter
- interakcijo med banko in vlado.

Nadzorni organi finančnega sektorja ne morejo biti edini možni preprečevalec krize. V nekaterih primerih intervencija lahko celo poveča tveganje za takšno krizo (Nicholls 2011, 48). Po mnenju istega avtorja (2011, 49) model *samostojnega investicijskega bančništva*⁴ (ang. the independent investment banking model) ni propadel kot posledica tržnih sil, temveč se je pojavil kot produkt nepremišljene omejitve oz. razveljavitve zakona Glass-Steagall.

Marca 2010 je poročilo pravnih strokovnjakov razkrilo, da so bile v banki Lehman uporabljene računovodske manipulacije, ki bi lahko v veliki meri prispevale k stečaju banke (Azadinamin 2012, 6). Pokazala se je sistematična uporaba tehnike, ki se imenuje repo 105. Ta tehnika je banki junija 2008 omogočila izločiti več milijard obveznosti iz svoje bilance in na ta način umetno zmanjšati svoje neto dolgove na trgu zavarovanih posojil. Kot je bilo omenjeno, so negativni denarni tokovi, ki jih je imela banka pred stečajem, prav tako pripomogli k neizpolnitvi njenih obveznosti ob pravem času. Banka tudi ni bila sposobna ohraniti zaupanja, saj je vrsta poslovnih pogojev (ang. business conditions) pustila veliko koncentracijo nelikvidnih sredstev z upadanjem vrednosti (večinoma stanovanjske in poslovne nepremičnine) (Azadinamin 2012, 6). Azadinamin (2012, 6) še piše, da je banka Lehman namenoma prirejala podatke v izkazih. Poleg tega so si tudi revizorji že leta 2000 namenoma zaprli oči pred temi bilančnimi manipulacijami (Azadinamin 2012, 6). Revizorji so namreč vedeli, da banka pogosto uporablja repo 105, in tega vladi, bonitetnim agencijam, vlagateljem upravnemu odboru niso razkrili. Kljub temu, da je bil repo 105 skladen z ameriškimi računovodskimi standardi, je bil njegov namen zavajanje in z uporabo teh tehnik so bistveno zmanjšali sporočeno razmerje vzvoda. Banka Lehman Brothers je uporabljala repo 105, ta pa je imel pomemben vpliv v bilanci stanja na način zmanjševanja obveznosti. V izkazu poslovnega izida so bili podcenjeni stroški financiranja glede na to, da banka ni priznala teh repo transakcij kot posojil. Denarni tokovi (prilivi in odlivi) teh poslov so bili vendarle enaki ne glede na računovodske metode.

⁴Samostojne investicijske banke so tiste banke, ki delujejo samostojno in niso del večjih poslovnih bank (npr. Goldman Sachs in Morgan Stanley).

Repo 105

Repo 105 je začasni nakup, ki ga je podjetje izvedlo v preteklosti z namenom upravljanja denarja na kratki rok (Azadinamin 2012, 7). V primeru banke Lehman pa so bile transakcije izvedene na nenavaden način, in sicer z namenom, da je njihova bilanca stanja videti boljša od resničnega stanja (Azadinamin 2012, 7). Običajni dogovori vključujejo investicijsko ustanovo, ki nasprotni stranki v zameno za denar da visoko likvidne vrednostne papirje. Ti se obračunavajo kot zavarovana posojila. V primeru plačilno nesposobnih investicijskih ustanov bo prodajalec raje prodal to zavarovanje, in tako se mu bo denarni vložek povrnil. Gotovina, ki jo prejme banka, se izplača na kasnejši datum, vključno z majhnim zneskom obresti kot dodatkom (običajno 2 %) v zameno za ponovni odkup vrednostnih papirjev (Azadinamin 2012, 7). Poleg tega pa se te transakcije obračuna kot način financiranja. Banka se je velikokrat namesto običajne prakse poslužila tovrstnega financiranja. Ta praksa je agresiven in zavajajoč način prikazovanja obveznosti ter je uporabljena za začasen premik oz. odstranitev vrednostnih papirjev in slabih terjatev iz bilance stanja banke pri poročanju javnosti o poslovnih rezultatih. To je bilo mogoče, ker so bile te transakcije prikazane kot prodaja in ne kot posojila.

Uporaba repo 105

Čeprav je postopek repo 105 zakonit, ga je banka uporabila na sporen način. Najprej so od drugih kupili državne obveznice in pri tem uporabljali svojo t. i. posebno finančno enoto (ang. Lehman Brothers Special Financing Unit) iz Združenih držav Amerike (Azadinamin 2012, 8). Tik pred koncem četrletja je omenjena enota prenesla obveznice na londonsko podružnico Lehman Brothers International (Azadinamin 2012, 8). Nato je ta podružnica prodala premoženje svoji nasprotni stranki ter se dogovorila za kasnejši odkup sredstev po višji ceni (vsaj za 105 % cene) (Azadinamin 2012, 8). Prejeti denar je bil uporabljen za pokritje in poplačilo številnih obveznosti. Zmanjšanje obveznosti je vplivalo na prikaz bolj zdravih računovodskih izkazov. Tako si je banka z boljšimi poslovnimi rezultati izposojala od drugih bank še več denarja. Ko so odkupili vrednostne papirje, na primer iz londonske podružnice za 105 % prvotne cene, so v finančnih izkazih prikazali prejšnji položaj (Azadinamin 2012, 7).

Banka Lehman Brothers in zakon Sarbans-Oxely (ang. Sarbans-Oxley Act)

Zakon Sarbans-Oxley je bil sprejet leta 2002 kot odgovor na propad Enron-a in WorldCom-a, potem ko so odkrili številne računovodske škandale. Namenjen je bil (Azadinamin 2012, 8): povrnitvi zaupanja vlagateljev, okrepitvi zanesljivosti, točnosti računovodskega poročanja, izboljšanju sistema upravljanja, pravočasnosti zahtev po razkritjih, okrepitvi vloge neodvisnih direktorjev ter izboljšanju notranjih postopkov in nadzora.

Čeprav je, kot smo že omenili, repo 105 kot postopek zakonit, je namenjen predvsem prikazovanju zavajajočega finančnega položaja podjetja. Tega se najbrž zavedajo vsi vodilni,

hkrati pa se zavedajo tudi, da so v primeru odkritja njihovega početja, izpostavljeni velikim denarnim kaznim in tudi zaporu. V primeru banke Lehman se je, po navajanju Azadinamina (2012, 9), vodstvo v celoti zavedalo, da se postopek repo 105 uporablja za zavajanje resničnega finančnega položaja. Na tak način pa je bil zakon Sarbanes-Oxley kršen. Ameriški ekonomist Luigi Zingales (2008, 3) v svojem pričevanju o razlogih in učinkih propada banke Lehman Brothers, ki so bili podani pred nadzornim odborom in vladnimi predstavniki, navaja, da je stečaj mogoče razumeti kot največjo finančno krizo po Veliki depresiji leta 1929. Izvor trenutne krize je treba poiskati v *tržnem zadovoljstvu* (ang. market complacency), *slabem nadzoru oz. regulativi* (ang. bad regulation) ter *pomanjkanju preglednosti* (ang. lack of transparency) (Zingales 2008, 3).

Tržno zadovoljstvo

Dolgotrajno obdobje nizkih obrestnih mer je vodilo do povišanja cen stanovanj, kar je bilo neobičajno stanje glede na pretekle standarde. Večina vrednosti borznih indeksov je bila vsak mesec nižja, medtem ko se je povprečna cena stanovanj relativno zvišala. To povečanje je bilo posledica izredno nizkih obrestnih mer. Poleg tega je razpoložljivost inovativnih hipotekarnih možnosti kupcem omogočala nakup stanovanja, za katerega niso mogli vzdržati plačevanja hipotekarnih obveznosti. Kot rezultat teh ugodnih pogojev je sledilo poslabšanje kreditnih standardov.

Slab nadzor oz. regulativa

Instituciji Fannie Mae in Freddie Mac sta bili spodbujeni k vlaganju sredstev v vrednostne papirje. Te spodbude pa pri izvajanju prinesejo odgovornosti, vključno z določanjem letnih ciljev ter spremljanjem poslovanja izvajalcev, če in na kakšen način izpolnjujejo te cilje. Zingales (2008, 7) ugotavlja, da je bilo zaradi nedoločenih kazni za nedoseganje zastavljenih ciljev jasno nakazano, da so nadzorniki pod hudim političnim pritiskom.

Pomanjkanje transparentnosti

To je ena izmed večjih težav, ki so bistveno prispevale k nastanku krize. Trg zamenjav kreditnega tveganja (CDS) se je nenadzorovano povečal od skoraj nič do več kot 44 milijard ameriških dolarjev, poleg tega pa je bila raven sklenjenih zavarovalnih pogodb zelo nizka oz. je sploh ni bilo (Zingales 2008, 11). Po mnenju istega avtorja (2008, 11) je to ustvarjalo možnosti za sistemsko napako. Glede na to, da je zmogljivost zavarovanj omejena, je bilo pričakovati, da bodo cene narasle.

Velike poslovne banke so imele in imajo CDS-je zelo izpostavljene. Kljub svojim potencialnim sistemskim učinkom sta bila trg CDS-jev in trg hipotekarnih vrednostnih papirjev popolnoma neurejena (Zingales 2008, 11). Zingales (2008, 12) še navaja, da je bil glavni problem neurejenosti težko ugotavljanje lastništva (kaj ima kdo v lasti). Poleg tega pa

je zapletenost ponovno t. i. *prepakiranih hipotek* (ang. repackaged mortgages) takšna, da lahko majhne razlike v predvidenih stopnjah neplačevanja povzročijo nihanje njihove vrednosti. Ob pomanjkanju informacij o vrsti in vrednosti premoženja bank se je trg upiral posojati denar (ang. reluctant) predvsem zaradi strahu pred izgubo v primeru neplačila. Eno izmed pogosto uporabljenih meril tega odpora je razlika med LIBOR-jem in stopnjo t. i. *prekonočnega indeksa zamenjave* (ang. overnight indexed swap – OIS) z isto zapadlostjo (Zingales 2008, 12). Zingales (2008, 12) še navaja, da je bilo pred začetkom krize večletno povprečje OIS-a 11 bazičnih točk, avgusta 2007 več kot 50 in sredi septembra celo več kot 90 točk.

Po mnenju Gerharda Flaaten (2009, 14) so za krizo drugorazrednih hipotek pomembni naslednji trije trendi: *povečano listninjenje* (ang. increased securization), *neusklajenost zapadlosti* (ang. maturity mismatch) in *finančni vzvod* (ang. leverage). Hkrati nam ti trendi omogočajo lažje razumevanje, zakaj je v času krize banka Lehman naletela na težave.

Povečano listninjenje ali t. i. sekuritizacija je prvi trend, ki je prispeval h krizi drugorazrednih hipotek. Omogoča premik posojil izven bilanc stanja, kar v praksi pomeni, da imajo banke na razpolago več denarja za posojanje. Ko je posojilo premaknjeno iz bilanc, banka lahko posodi več denarja, hkrati pa še vedno upošteva pravila. To poteka tako, da banke preoblikujejo (listninijo) posojila in jih prenesejo k finančnim vlagateljem in na ta način iz svojih bilanc izločijo tveganja. Slednje se kaže predvsem v t. i. *strukturiranih proizvodih*, kot so na primer zadolžnice, zavarovane z dolgom (ang. CDO) (Flaaten 2009, 14). Ko banka ustvari raznolik portfolio hipotek, terjatev iz naslova kreditnih kartic in drugih oblik danih posojil, celoten portfolio razdeli v različne niše, nato pa te proda investitorjem z različnim nagnjenjem do tveganja.

Neusklajenost zapadlosti je drugi trend, ki je pripeljal do krize. To se je kazalo pri financiranju bank s kratkoročnimi dolgovi (Flaaten 2009, 16). Neusklajenost zapadlosti je kasneje postala znana kot bančni sistem v senci (Flaaten 2009, 17). Omenjeni sistem je sestavljen iz posebnih gospodarskih entitet, ki niso vključeni v bančne bilance stanja. Omenjene entitete so velikokrat imenovane tudi kot posebne gospodarske entitete (ang. Special Purpose Vehicles – SPVs), ki zbirajo sredstva s prodajo kratko- oz. srednjeročnih zapisov (zapisov z ročnostjo od 90 dni do enega leta) (Flaaten 2009, 17). Ko izvenbilančne gospodarske entitete (ang. off-balance-sheet investment vehicles/structured investment vehicle – SIV⁵) vložijo denar v dolgoročna sredstva in se hkrati zadolžujejo s prodajo kratkoročnih papirjev, so te entitete izpostavljene likvidnostnemu tveganju. To se kaže v nevarnosti, da bi vlagatelji nenadoma prenehali kupovati zavarovane komercialne zapise in da nosilci postanejo nesposobni plačati svoje kratkoročne dolgove. Neusklajenost zapadlosti v bilancah stanja investicijskih bank je večinoma posledica financiranja s kratkoročnimi repo

⁵ Izvenbilančne gospodarske entitete (ang. structured investment vehicle – SIV): naložbeni nosilci, ki niso vključeni v bilanco stanja (Flaaten 2009, 17).

pogodbami oz. s t. i. repo posli. Flaaten (2009, 17) pojasnjuje, da repo pogodba pomeni, da si podjetje danes izposodi finančna sredstva s prodajo dodatnih sredstev (npr. komercialnih zapisov) in obljubi, da jo kupi nazaj kasneje.

Tretji trend, ki je vodil do krize drugorazrednih hipotekarnih posojil, je *povečan finančni vzvod*. Finančni vzvod je opredeljen kot razmerje med kapitalom in dolgovi. Finančni vzvod še posebej vpliva na odziv banke ob spremembi vrednosti njenega premoženja. Ko je investicijska banka usmerjena v dosego določenega razmerja finančnega vzvoda, padec cen vrednostnih papirjev spodbuja njihovo prodajo, medtem ko rast cen spodbuja nakup. Pri doseganju ciljnega razmerja vzvoda je potrebno upoštevati tudi čas, v katerem se nahaja banka, ali je obdobje konjunktore (gospodarskega razcveta) ali pa recesije. V primeru, da je obdobje gospodarskega razcveta, je razmerje vzvoda običajno višje in obratno (Flaaten 2009, 19).

Da bi se bilo propadu ustanove možno izogniti, če ne bi bilo nepremišljenih in spornih finančnih odločitev vodstva ter značilne napake pri ocenjevanju kreditne sposobnosti posojilojemalcev, pritrjuje tudi avtor Baitshepi Tebogo (2012, 1). Avtor navaja, da je banka Lehman kršila klasično pravilo bančništva, ki pravi, da finančne ustanove (specializirane za področje nepremičnin) uporabijo vloge, ki jih pridobijo od svojih vlagateljev in jih posodijo domačim kupcem v obliki hipotek (Tebogo 2012, 13). Banka Lehman ga je kršila na dva načina. Prvič: banka ni bila pozorna na kreditno sposobnost svojih posojilojemalcev in je posojala tudi slabim kreditojemalcem. Drugič: banka Lehman je pri posojanju ravnala z zanjo značilno nepremišljenostjo, kar je naredilo podjetja še bolj dovzetna za obveznosti (ang. more susceptible to liabilities), sploh ker so se vzorci posojanja vrteli le okoli drugorazrednih hipotekarnih posojil in lažnih posojil (ang. liar loans) (Tebogo 2012, 14). Drugorazredna hipotekarna posojila so bila v osnovi namenjena potrebam več milijonov Američanov, ki sicer ne bi izpolnjevali strogih zahtev v primeru *glavnih hipotek* (ang. prime mortgages).

4.3 Dogodki po stečaju – Odziv regulatorjev

V primeru banke Lehman in morebitnega kaznovanja odgovornih je analiza računovodskih izkazov, odrejena po nalogu sodišča leta 2010, pokazala na »prirejanje bilance stanja«, piše avtor članka »SEC will do nothing to punish Lehman Brothers Execs« Christopher Robbins (Robbins 2012). Na to so pokazala predvsem elektronska sporočila, ki dokazujejo, da je banka Lehman vedela za stanje. Kljub vsemu temu ni priporočila nobenega ukrepa proti vodstvu družbe. Michael Hudson in Ben Hallman v svojem članku »Lehman Brothers and Government Regulation: It was the least they could do« navajata, da odgovorni za propad banke Lehman Brothers ne bodo izpostavljeni civilnemu pregonu, ne za zlorabo zakona repo 105 v računovodstvu ne za po zakonu obvezno poročanje vlagateljem o svojem početju. Urad za nadzor (SEC) in zlasti ministrstvo za pravosodje sta si prizadevala ugotoviti morebitne povezane primere. Do sojenja je prišlo v primeru dveh direktorjev skladov banke Bear

Stearns, ki sta si izmenjala elektronska sporočila, ki so nakazovala na prekupčevanje (ang. junk pedding), omenjeno sojenje pa se je novembra 2009 končalo z oprostilno sodbo obema.

Ameriška centralna banka je uporabila veliko ukrepov za obvladovanje krize, ne da bi natančno vedela, kateri od teh bo zares učinkoval. Mishkin (2010, 11) navaja, da je bil najpomembnejši od teh ukrepov ciljanje na nižjo medbančno obrestno mero. V začetku septembra 2007 so jo znižali za 0,5 odstotne točke (s 5,25 na 4,75 %), od takrat pa so jo še naprej vztrajno zniževali. Do aprila 2008 se je omenjena stopnja znižala na 2 %, do decembra istega leta pa je bila ciljna medbančna obrestna mera med 0 in 0,25 % (Mishkin 2010, 11).

Medsebojna povezanost z zavarovalnico AIG – Greenberger (2010, 19) pravi, da je neuspeh banke Lehman in »kaskadni« škodljivi vplivi njenega stečaja vzrok, ki je vodil Ameriško centralno banko in ministrstvo k nameri, da dan po propadu banke Lehman spremeni ukrepe v morebitnih podobnih dogodkih in da se prepreči stečaj zavarovalnice AIG, hkrati pa priporoči TARP-u reševanje le-te. Po njegovem mnenju sta ta dva ukrepa svetu nakazala korelacijo med medsebojno povezanostjo nenadzorovanih OTC-transakcijskih zamenjav in doktrine TBTF. Velik del davkoplačevalskega denarja, ki je prišel do zavarovalnice z namenom njene rešitve, je odšel iz zavarovalnice zaradi plačevanja derivatov njenih nasprotnih strank (Greenberger 2010, 19).

Odzivi regulatorjev na krizo drugorazrednih hipotek so, poleg že omenjenih, vključevali še druge različne ukrepe, ki so jih vlade po svetu sprejele z namenom odprave posledic krize. Regulatorji in zakonodajalci so razmišljali o ukrepih v zvezi s posojilno prakso, zaščito pred stečaji, davčno politiko, cenovno dostopnostjo stanovanj, svetovanjem o posojilih, izobraževanju ter licenciranjem in kvalificiranjem posojilodajalcev. Predpisi in smernice lahko vplivajo na stopnjo transparentnosti in poročanje o nadzoru kompleksnih finančnih instrumentov in v te transakcije vključenih vrednostnih papirjev.

Zakon za stanovanjsko in gospodarsko okrevanje iz leta 2008 (ang. Housing and Economic Recovery Act of 2008) vključuje 6 ločenih glavnih aktivnosti, namenjenih povrnitvi zaupanja v domačo hipotekarno industrijo, in sicer: zagotavljanje zavarovanja za več milijard vredne hipoteke, 400.000 ameriških dolarjev pomoči potrebnim domačim lastnikom; ustanovitev novega regulatorja (ang. Federal Housing Finance Agency) z združitvijo dveh obstoječih organov: Urada za stanovanjski nadzor (The Office of Federal Housing Enterprise Oversight – OFHEO) in Zveznega stanovanjskega finančnega sveta (the Federal Housing Finance Board – FHFB), z razširjenimi pristojnostmi in pooblastili – za razliko od predhodnikov.

Kapitalske rezerve (ang. capital reserve requirements)

Za ne-depozitne banke (investicijske banke in hipotekarne družbe) niso veljale enake zahteve glede kapitalskih rezerv kot za depozitne. Veliko investicijskih bank je imelo omejene kapitalske rezerve za odpravo padcev hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev ali

podporo njihovega dela kreditnega tveganja pri izvedenih zavarovalnih pogodbah. Ameriška vlada je leta 2008 predlagala, da se s predpisi določi omejitev obsega dovoljenega finančnega vzvoda, kar podjetjem ne bi omogočalo postati ena izmed ustanov znotraj doktrine »preveliki, da bi propadli« (TBTF) s tem, ko se jih razdeli na manjše enote.

Omejitve prodaje na kratko (ang. short-selling restrictions)

Britanski regulatorji so 18. septembra 2008 napovedali začasno prepoved prodaje na kratko (short-selling) finančnih instrumentov. S to metodo bi ukrepali v primeru padca vrednosti delnic. Ko so se začele velike špekulativne prodaje delnic in ostalih finančnih sredstev, se je njihova cena posledično znižala. Te špekulativne prodaje so bile ene izmed vzrokov hitrega upada cen delnic banke Lehman pred njenim stečajem. Ustavitev »prodaj na kratek rok« je temeljila na stališču, da so »prodaje na kratko« na kritičnih trgih spodbujale zaupanje v finančne ustanove in njihovo stabilnost.

4.3.1 Kasnejše spremembe zakonodaje

TARP

Po dogodkih septembra 2008 je ameriški finančni minister Paulson predlagal ustanovitev Programa za nakup problematičnih sredstev od finančnih ustanov z namenom okrepitve finančnega sektorja (TARP) (Mishkin 2010, 7). V izvorni obliki bi program ameriškemu ministrstvu dal pooblastilo, da bi brez dovoljenja kongresa uporabili denar, namenjen nakupu drugorazrednih hipotekarnih sredstev kritičnih finančnih ustanov. Po začetnem nasprotovanju kongresa je bil zakon o tem programu dokončno sprejet 3. oktobra 2008 (Mishkin 2010, 7).

Preizkusi kapitalne ustreznosti (tveganosti) bančnih ustanov (ang. The Bank Stress Tests)

Finančni trgi so začeli okrevati v prvi polovici leta 2009 (Mishkin 2010, 15). Razmah posojil se je vrnil na normalno raven, tj. tista, ki je bila pred krizo in je hkrati nižja od tiste leta 2002, ko je bila prisotna zadnja ameriška recesija. Mishkin (2010, 15) tudi navaja, da je borzni trg začel okrevati z marcem 2009, kar je pripeljalo do povečanega števila opravljenih poslov. Element, ki je bil ključen za okrevanje, je bila zahteva ameriškega finančnega ministrstva po uveljavitvi programa za nadzor bonitetnih ocen 19 bančnih ustanov ali t. i. stresnih testov (Mishkin 2010, 15). Stresne teste je izvajala Ameriška centralna banka v sodelovanju z ostalimi uradi, z njimi pa so nadzirali stanje v izkazih bank, ali so imele dovolj kapitala za obstanek v slabem makroekonomskem okolju (Flaaten 2009, 15). Ti testi so bili zasnovani kot dolgoročni projekt za ugotavljanje morebitnih slabih bank.

Ekspanzivna fiskalna politika

Fiskalne spodbude preko neposrednega povečanja povpraševanja so še en ključni del vladnega odziva na svetovno finančno krizo. Vplivi paketov spodbud, po mnenju Mishkina (2010, 17), dajejo tako pozitivne kot negativne učinke. Podatki kažejo, da je bilo veliko manj pomembno reševanje finančne krize, kot pa so bili pomembni ukrepi centralnih bank za zagotavljanje likvidnosti; večina paketov spodbud ni prišla pred koncem leta 2009 do začetka leta 2010 (Mishkin 2010, 17). Kljub temu da bi lahko trdili, da je pričakovanje svežnja spodbud pomagalo pomiriti finančne trge, so bili kakršni koli neposredni učinki spodbud v začetku leta 2009 precej omejeni.

Reševanje (vseh) finančnih ustanov

Primeri, v katerih je Ameriška centralna banka zagotovila likvidnostna sredstva finančnim ustanovam, so banke Bear Stearns, Fannie Mae in Freddie Mac ter zavarovalnica AIG. Čeprav je bil zakon TARP prvotno namenjen nakupu drugorazrednih hipotekarnih sredstev kot pomoč oz. podpora finančnim ustanovam, je kmalu postalo jasno, da je bil dogovor glede cene teh hipotekarnih sredstev neizvedljiv. Ministrstvo je sredstva vložilo v ustanove in s tem neposredno izboljšalo njihovo finančno stanje. Poleg tega je ministrstvo tudi napovedalo t. i. Program začasnega jamstva za sklade denarnega trga (ang. Temporary Guarantee Program for Money Market Funds), ki bi zagotovil vlagateljem, da pridobijo vsaj 1 dolar glede na nominalno vrednost delnice (Flaaten 2009, 16). 14. oktobra 2008 so ustanovili Začasni program zagotavljanja likvidnosti (ang. Temporary Liquidity Guarantee Program – TLGP) (Mishkin 2010, 16). Glavni namen tega programa je bila krepitev zaupanja in spodbujanje likvidnosti bančnega sistema. Čeprav je bilo prvotno trajanje vseh omenjenih programov omejeno na eno leto, so bili večkrat podaljšani. Širjenje gospodarske krize v Evropi jeseni leta 2008 je privedlo do podobnih reševanj ustanov (Flaaten 2009, 17).

4.3.2 Predlogi za spremembo računovodskih rešitev

Iz izkušenj, ki jih je prinesel propad banke Lehman, se lahko mnogi veliko naučijo. Spreminjanje računovodske prakse in dodajanje novih načinov za napovedovanje morebitnih stečajev sta glavna predloga, poleg katerih je pogostokrat omenjen tudi naslednji.

Odprava dvomljivih računovodskih praks z uveljavitvijo visokih etičnih standardov

Kot izhaja iz analize vzrokov za stečaj banke Lehman Brothers, so se v banki posluževali uporabe repo 105. Čeprav je omenjena praksa zakonita, so jo uporabljali na neetičen način, z namenom pridobitve novih posojil na podlagi domnevno »zdravih« izkazov. Računovodski standardi so neetičnim direktorjem omogočili izkoriščanje teh standardov v skladu s svojim neetičnim ravnanjem. Računovodske standarde je zato potrebno spremeniti tako, da preprečijo takšno neetično in prakso, ki ogrozi premoženje upnikov.

Revizijski standardi določajo, da mora revizorjeva sodba med drugim temeljiti na tem, da so izbrana in uporabljena načela splošno sprejeta, da so načela ustrezna glede na okoliščine in da računovodski izkazi, skupaj z ustreznimi pojasnili, informirajo o zadevah, ki lahko vplivajo na njihovo uporabo in razumevanje (Azadinamin 2012, 14). Ravno na te revizije bi se moralo v prihodnosti dati večji poudarek. Družba, ki je na robu stečaja, ne more uporabljati načela neomejenega delovanja pri vrednotenju računovodskih kategorij. Pokazalo se je, da nekatere številke in razmerja, kot so kazalniki likvidnosti, dobičkonosnosti in denarnega toka, iz računovodskih izkazov niso pomembni pri izdaji revizijskega mnenja, še navaja Azadinamin (2012, 14). Vlagatelji, upniki in tudi vlada so zainteresirani za ugotavljanje finančnega položaja družbe, zato je revizorjevo mnenje pomembno. Čeprav so računovodski kazalniki zelo koristni pri napovedovanju morebitnega neuspeha podjetja, je tudi etičnost še posebej potrebna v primerih nepredvidenega dogodka.

V postopku računovodskega poročanja ne bi smeli uporabljati računovodskih pravil z namenom, da prikrijejo (ang. obfuscate) ekonomsko vsebino transakcij. Če posel nima ekonomske vsebine, ampak služi le kot mehanizem (ang. window-dress) za prirejanje računovodskih izkazov, bi ustrezna razkritja v letnem poročilu odpravila spodbude za tovrstno ravnanje.

4.3.3 Povezava s Slovenijo

Svetovna finančna kriza je prizadela tudi Slovenijo, predvsem zaradi dejstva, da je Slovenija izvozna država (le-te pa so še bolj občutljive na mednarodne razmere). Pokazatelji tega so bili: padec slovenskega bruto domačega proizvoda, nižji javnofinančni prihodki od odhodkov ter večja brezposelnost. Vse to je povzročilo med drugim tudi propad številnih gradbenih podjetij (SCT, Vegrad idr.) in resne finančne težave slovenskih bank, ki jih je vedno znova potrebno dokapitalizirati. V primeru največje slovenske banke NLB se je letos (2012) to že zgodilo, sicer brez dodatnih zadolževanj države in brez povečanja javnofinančnega primanjkljaja. Koristili bi tudi ponovno izvedeni stresni testi. V tem obdobju je aktualna sanacija celotnega slovenskega bančnega sistema, predvsem na tak način, da bi se v primeru morebitnih negativnih posledic krize ohranila njihova likvidnost in solventnost. Kot rezultat potreb bank po dodatnem kapitalu je večina svetovnih bonitetnih agencij Sloveniji znižala bonitetno oceno, za v prihodnje pa tudi ne napovedujejo bistveno boljših obetov. Slovenska gospodinjstva in podjetja so težave bank zaznala tako, da jim je bilo zaradi t. i. *posojilnega krča oz. zastoja* oteženo pridobivanje posojil. Vlada Republike Slovenije je že sprejela *Strategijo izhoda iz gospodarske in finančne krize* za namene spodbujanja gospodarstva, predlagala pa je tudi, da bi banke razdelili na slabi in dobri del, s čimer pa se vsi ne strinjajo. Pomembno vlogo pri vsem tem je imela in še ima tudi Banka Slovenije, ki mora oceniti stanje bančnega sektorja in predlagati rešitve.

Za v bodoče je najbolj pomembna naloga vlade, da zagotovi kar se da *trden in stabilen bančni ter finančni sistem*. Za zdaj Slovenija, vsaj po zatrjevanju vlade, nima potrebe po finančni pomoči Evropske unije. To pa se bo zgodilo v primeru, da se razmere v finančnem sistemu še poslabšajo.

Slaba posojila v Sloveniji

Urad za makroekonomske analize in razvoj je v majskem poročilu, t. i. Ekonomskem ogledalu, zapisal, da se je tudi aprila nadaljevalo slabšanje kakovosti bančne aktive – obseg slabih terjatev je presegel 6 milijard evrov, njihov delež pa se je povzpел na 12,0 % celotne izpostavljenosti bank.

5 SKLEP

Finančno-gospodarska kriza leta 2007 se je začela v Združenih državah Amerike s pokom nepremičninskega mehurčka na drugorazrednem nepremičninskem trgu. Omenjena finančna kriza je razdeljena na dve obdobji: obdobje pred in po avgustu 2008. Prvo obdobje so zaznamovale izgube na področju drugorazrednih stanovanjskih hipotek. Do nastanka krize (po avgustu 2008) ni vodil klasični sistem, temveč t. i. bančni sistem v senci. Prve težave novega bančnega sistema so se najprej pokazale marca 2008 ob propadu banke Bear Stearns in njenem reševanju s pomočjo Rezervnega sklada. Pol leta kasneje pa se v primeru banke Lehman Brothers to ni zgodilo, kar je povzročilo največji stečaj v zgodovini Združenih državah Amerike in sledila je globalna finančna kriza. Kot temeljni vzrok za njen nastanek je pogostokrat navedeno nepravilno delovanje nadzornih organov ter vodilnih v bankah. Poleg tega je bila še bolj pomembna pri tem povezanost le-teh preko državnih meja, predvsem so bile pri tem izrazite neposredne naložbe v ameriške finančne ustanove, povezanost pa se je kasneje izkazala za povzročitelja prizadetosti mnogih svetovnih podjetij.

Ugotovljeno je bilo, da so pri investicijski banki Lehman Brothers imeli dovolj časa za iskanje rešitve (bodisi v obliki združitve bodisi prodaje), vlada pa ni pristopila k preprečitvi propada banke kot je to storila pol leta prej. Še takrat, ko so vodilni v banki Lehman poskušali ukrepati (spremeniti banko v poslovno), je temu nasprotovala Ameriška centralna banka. Poleg tega so se poskušali dogovoriti z nekaterimi zainteresiranimi kupci, ki pa tudi niso prinesli zelenih rezultatov – dogovora (združitve ali možnosti strateške naložbe v banko), vendar so ti pogojevali dogovor z različnimi zahtevami. Glavni razlog, ki govori v prid intervenciji vlade in njeni pomoči ustanovam, je, da bi bila cena zaščite sistemsko pomembne ustanove pred bankrotom manjša od koristi, ki bi jih pridobili z neizogibanjem morebitni nestabilnosti v bančnem sistemu (z možnostjo razširitve na preostalo gospodarstvo). Značilnost gospodarske nestabilnosti pa je t. i. domino učinek, ki pomeni prizadetost ostalih, sicer solventnih in likvidnih bank.

Različni avtorji navajajo več vprašljivih dejanj vodilnih poslovođij banke Lehman Brothers: uporaba tehnike repo 105 (napačno prikazovanje poslovnih rezultatov), praksa nagrajevanja vodilnih, vprašljivo vrednotenje premoženja ter interakcija med banko in vlado.

Ameriška centralna banka je uporabila veliko ukrepov. Za obvladovanje krize je vlada leta 2008 sprejela Zakon za stanovanjsko in gospodarsko okrevanje, ustanovili so Program za nakup problematičnih sredstev, sprejela kratkoročne omejitve prodaje finančnih instrumentov in nekatere fiskalne spodbude, spremenila zahteve glede kapitalskih rezerv, uveljavili so program za nadzor bonitetnih ocen 19 bančnih ustanov (stresni testi). Spremembe računovodskih rešitev, ki so jih kasneje predlagali, so bile naslednje: spreminjanje računovodske prakse, dodajanje novih načinov za napovedovanje morebitnih stečajev, še posebej pa je pri tem pomembna odprava dvomljivih računovodskih praks z uveljavitvijo visokih etičnih standardov.

V Evropski uniji je bil celoten gospodarski sistem posredno ali pa neposredno prizadet zaradi kreditne krize v Združenih državah Amerike. Da bi se Evropska unija izognila povzročanju panike, se je Evropska centralna banka odločila za zmanjšanje obrestnih mer, kljub temu pa je propad določenih ameriških ustanov onemogočil uporabo denarja in v Evropo prenesel vpliv krize. Tudi v primeru Slovenije so se pojavile resne finančne težave bank, zato je vlada že ukrepala s sprejemom Strategije izhoda iz gospodarske in finančne krize za namene spodbujanja gospodarstva.

LITERATURA

- Azadinamin, Amirsaleh. 2012. *The bankruptcy of Lehman Brothers: Causes of Failure & recommendations going forward*. [Http://ssrn.com/abstract=2016892](http://ssrn.com/abstract=2016892). (19. 8. 2012).
- Bebchuk, L., A. Cohen in H. Spamann. 2009. *The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*. [Http://ssrn.com/abstract=1513522](http://ssrn.com/abstract=1513522). (9. 8. 2012).
- Berardi, Marco. 2010. *The economic crisis from 2006 up to 2010*. [Http://ssrn.com/abstract=1698596](http://ssrn.com/abstract=1698596). (28. 9. 2012).
- Boamah, Kwabena. 2011. *The collapse of Lehman Brothers – How it happened?* [Http://ssrn.com/abstract=1698596](http://ssrn.com/abstract=1698596). (5. 10. 2012).
- Bolton, Brian. 2009. *The U.S. Financial crisis: A summary of causes & consequences*. [Http://ssrn.com/abstract=2133576](http://ssrn.com/abstract=2133576). (9. 10. 2012).
- Flaaten, Gerard. 2009. *A casualty of constructive ambiguity?* Bergen: The University of Bergen – Department of Comparative Politics.
- Gorton, Gary in Andrew Metrick. 2010. *Securitized banking and the run on repo*. [Http://ssrn.com/abstract=1440752](http://ssrn.com/abstract=1440752). (10. 10. 2012).
- Greenberger, Michael. 2010. *The role of Derivatives in the financial crisis*. [Http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0630-Greenberger.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0630-Greenberger.pdf) (6. 9. 2012).
- Mishkin, Frederic. 2010. *Over the cliff: from the subprime crisis to the global financial crisis*. [Http://ssrn.com/abstract=1949310](http://ssrn.com/abstract=1949310). (5. 8. 2012).
- Morin, Danielle in Julien Le Maux. 2011. *Black and white and red all over: Lehman Brother's inevitable bankruptcy splashed across its financial statements*. [Http://www.ijbssnet.com/update/index.php/side-archive/19-hidden/hidden/758-vol-2-no-20-november-2011abstract6.html](http://www.ijbssnet.com/update/index.php/side-archive/19-hidden/hidden/758-vol-2-no-20-november-2011abstract6.html). (7. 9. 2012).
- Nicholls, Christopher. 2011. *The market for Lehman's: The report of the bankruptcy examiner for Lehman Brothers Holdings Inc*. [Http://ssrn.com/abstract=1824445](http://ssrn.com/abstract=1824445). (15. 10. 2012).
- Omarova, Saule T. 2011. *From Gramm-Leach-Bliley to Dodd-Frank: The unfulfilled promise of section 23A of the Federal Reserve Act*. [Http://ssrn.com/abstract=1828445](http://ssrn.com/abstract=1828445). (18. 10. 2012).
- Tebogo, Baitshipi. 2012. *The failure and collapse of the Lehman Brothers*. [Http://ssrn.com/abstract=2060758](http://ssrn.com/abstract=2060758). (4. 10. 2012).
- Wallison, Peter J. 2009. *Did the »Repeal« of Glass-Steagall have any role in the financial crisis? Not guilty. Not even close*. [Http://ssrn.com/abstract=1507803](http://ssrn.com/abstract=1507803). (18. 10. 2012).
- Zingales, Luigi. 2008. *Causes and effects of the Lehman Brother's bankruptcy*. Chicago, IL: University of Chicago Graduate School of Business.

VIRI

- Robbins, Christopher. 2012. *SEC will do nothing to punish Lehman Brothers Execs*. [Http://gothamist.com/2012/05/24/sec_will_do_nothing_to_punish_lehma.php](http://gothamist.com/2012/05/24/sec_will_do_nothing_to_punish_lehma.php). (2. 10. 2012).