

*Marta Kawecka**

OCENA STANDINGU INSTYTUCJI FINANSOWEJ NA PODSTAWIE JEJ SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

WSTĘP

Kontrahenci instytucji finansowych, w celu ustalenia ceny produktu czy wymaganego poziomu zabezpieczenia, muszą oceniać ich standing. Trwający globalny kryzys finansowy ukazał wiele problemów rynku finansowego, w tym niewłaściwą ocenę ryzyka instytucji finansowych. Może to być efektem wielu czynników – zastosowania niewłaściwych modeli pomiaru, zbytniego przywiązania w swojej ocenie do zewnętrznych ratingów i zaufania do agencji ratingowych, czy założenia, że dana instytucja jest *zbyt duża, by upaść*. Podstawą każdej oceny instytucji są jej dane finansowe.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie, że ocena dokonana na podstawie publikowanych przez instytucję finansową danych może nie dostarczyć wiarygodnych wyników. Dzieje się tak z kilku powodów, które można podzielić na te wynikające z zasad rachunkowości, jak i te leżące po stronie podmiotu sporządzającego raporty finansowe. Artykuł pokazuje różnice pomiędzy zestawami standardów sprawozdawczości w kluczowych dla instytucji finansowych obszarach. Omawia także mechanizm stosowany przez Lehman Brothers do osiągnięcia korzystnej dla niego

* Marta Kawecka jest absolwentką Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, dyrektorem jednostki zajmującej się polityką rachunkowości banku gieldowego.

prezentacji zawieranych transakcji oraz modyfikacji samych transakcji, wymagane do osiągnięcia tego celu w świetle stosowanych przez bank zasad sporządzania sprawozdań finansowych. Przedstawiono tu również skalę zjawiska i problemy z jego zdiagnozowaniem przed upadłością banku oraz mechanizmy minimalizacji ryzyka wystąpienia takich sytuacji.

1. STANDARDY SPORZĄDZANIA SPRAWOZDAŃ I ICH WPŁYW NA INSTYTUCJE FINANSOWE

Sprawozdania finansowe podmiotów gospodarczych sporządzane są zazwyczaj według jednego z dwóch zestawów standardów – Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF, ang. *International Financial Reporting Standards* – IFRS) lub standardów amerykańskich US GAAP. W poszczególnych krajach obowiązują również lokalne standardy sprawozdawczości finansowej, ale można przyjąć, że podmioty obecne na międzynarodowych rynkach finansowych stosują jeden z dwóch wymienionych zestawów. Zatem ich kontrahenci, deponenci, inwestorzy i analitycy oceniają standing na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych przygotowanych zgodnie z tymi zasadami. Należy dodać, że agencje ratingowe i nadzór, które także korzystają ze sprawozdań finansowych, na własne życzenie mogą mieć głębszy wgląd w dane finansowe niepublikowane i niedostępne wszystkim odbiorcom.

Standardy europejskie i amerykańskie nie są zbieżne w istotnych kwestiach dotyczących sprawozdawczości instytucji finansowych. Rada Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IASB – *International Accounting Standards Board*) i Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB – *Financial Accounting Standards Board*), zachęcane przez użytkowników sprawozdań finansowych, podejmują działania mające doprowadzić do ujednoczenia standardów, m.in. w celu zapewnienia porównywalności sprawozdań finansowych. Niestety, konwergencja nie została dotąd osiągnięta. Obserwując ostatnie prace nad zmianami standardów, których jednym z celów jest zapewnienie spójności, należy mieć nadzieję, że ujednoczenie podejścia w istotnych kwestiach jednak nastąpi, choć nie wcześniej niż za kilka lat.

W celu zilustrowania, jak istotny może być wpływ zastosowania różnych standardów na obraz standingu kształtujący się na bazie dostępnych sprawozdań, można posłużyć się następującym przykładem. Deutsche Bank prezentuje swoje dane finansowe zarówno zgodnie z US GAAP, jak i IFRS. Występuje tu więc sytuacja rzadko spotykana w praktyce – kiedy istnieje możliwość porównania danych z tego samego podmiotu, za ten sam okres, w świetle różnych koncepcji rachunkowych. Z reguły odbiorcy sprawozdań muszą się zmagać z porównaniem danych różnych podmiotów gospodarczych, sporządzonych dodatkowo według różnych standardów.

Wracając do przykładu Deutsche Banku – według danych na koniec 2008 r. łączne aktywa banku wyniosły 2 202 mld EUR według IFRS, zaś 1 030 mld EUR według US GAAP¹. I mimo że różnice pomiędzy danymi przygotowanymi według IFRS i US GAAP są przez bank wymienione, to dwa razy wyższa suma bilansowa pokazuje skalę wpływu różnych standardów.

Różnice w danych instytucji finansowych przygotowanych według IFRS i US GAAP wynikały, lub wciąż wynikają, głównie z odmiennych zasad dotyczących:

- ❖ usuwania aktywów z bilansu (ang. *derecognition*), które zostanie przedstawione w dalszej części na przykładzie ujęcia transakcji repo,
- ❖ netowania aktywów i pasywów.

IAS 32 określa, że składnik aktywów finansowych i zobowiązanie finansowe kompensuje się i wykazuje w bilansie w kwocie netto wtedy, i tylko wtedy, gdy jednostka²:

- ❖ posiada ważny tytuł prawny do dokonania kompensaty ujętych kwot oraz
- ❖ zamierza rozliczyć się w kwocie netto albo jednocześnie zrealizować składnik aktywów i wykonać zobowiązanie.

Warunki wskazane w US GAAP są podobne w zakresie istnienia prawa potrącenia (choć skutecznego w przypadku upadłości podmiotu) i intencji rozliczenia netto. Jednak US GAAP zawiera wyjątek, którego nie ma w standardach międzynarodowych. Wyjątek ten dotyczy transakcji pochodnych zawieranych w ramach tzw. *master netting agreement*³. Dla nich można kompensować wycenę w wartości godziwej oraz wartość zabezpieczenia kontraktów przy spełnieniu mniej restrykcyjnych warunków.

W przytoczonym przykładzie Deutsche Banku wpływ na sumę bilansową odmiennego podejścia do netowania aktywów i pasywów wynosi 1 097 mld EUR. IASB i FASB stwierdziły, że różne zasady netowania aktywów i pasywów w bilansie stanowią jednostkowo największą, w ujęciu ilościowym, różnicę pomiędzy standardami⁴. W związku z tym osiągnięcie konwergencji w tej kwestii jest szczególnie istotne. Rady podjęły starania w celu ujednoczenia podejścia, publikując w styczniu 2011 r. wspólną propozycję zasad netowania aktywów i pasywów, która była bliższa warunkom IAS 32, a więc bardziej restrykcyjna niż dotychczasowe zasady amerykańskie. Niestety, w toku dalszych prac IASB i FASB zdecydowały się pozostać przy modelach zbliżonych do obecnych i pójść innymi ścieżkami, tj. IASB zezwalać na netowanie, kiedy prawo potrącenia jest bezwarunkowe, to znaczy skuteczne, zarówno w normalnych warunkach, jak i w przypadku upadłości, zaś FASB prefe-

¹ Dr. Josef Ackermann, *Roadshow Montreal/Toronto*, 19 February 2009. Prezentacja dostępna na stronie internetowej www.db.com

² IAS 32 „Financial Instruments: Presentation”, par 42.

³ ASC 815-10-45.

⁴ *IASB and FASB propose to align balance sheet netting requirements*. 28 January 2011. Dokument dostępny na stronie internetowej: www.ifrs.org

ruje warunkowe prawo potrącenia, skuteczne w przypadku upadłości oraz pozostawienie specjalnych zasad dla derywatów objętych *master netting agreement*. Rady ustaliły, że będą pracować nad ustaleniem wymaganych ujawnień, które pozwolą użytkownikom sprawozdań finansowych zidentyfikować różnice w tym zakresie.

Przykładem pokazującym skalę netowanych kwot jest choćby sprawozdanie Goldman Sachs z 31 marca 2011 r. Według US GAAP bank zaraportował w bilansie ekspozycję netto z tytułu instrumentów pochodnych w kwocie 69 mld dolarów, zaś w notach objaśniających do sprawozdania finansowego wykazał, że ekspozycja brutto (przed netowaniem) wynosi 734 mld dolarów⁵. Nie ma wątpliwości, że przy tym samym poziomie kapitałów różniłyby się istotnie np. wskaźnik dźwigni wyliczony na bazie obu sprawozdań. Niestety, banki stosujące IFRS nie wskazują, ile aktywów i pasywów mogłyby wynetować, gdyby stosowały US GAAP, a ujawnienia poziomu ekspozycji brutto, jakie zaprezentował Goldman Sachs, należą do nielicznych wśród banków raportujących według US GAAP.

W celu oszacowania wpływu tego typu różnic na ocenę standingu kontrahenta, wymagana jest fachowa wiedza z zakresu zasad rachunkowości. I tu pojawia się kolejny problem w ocenie standingu instytucji finansowej na podstawie jej sprawozdań, a mianowicie stopnia skomplikowania standardów raportowania, zarówno IFRS, jak i US GAAP. Ich nadrzędnym celem jest dostarczanie użytkownikom rzetelnych informacji na temat sytuacji finansowej podmiotu. Niestety, stopień ich skomplikowania sprawia, że w praktyce tylko wybrani użytkownicy, dysponujący odpowiednią wiedzą lub zasobami pozwalającymi właściwie interpretować zawarte w sprawozdaniach informacje, mogą z nich faktycznie skorzystać. Można bowiem przyjąć, że niewielu użytkowników sprawozdań finansowych jest w stanie przeanalizować i zrozumieć niuanse np. analizy usunięcia aktywów z bilansu według koncepcji amerykańskiej i europejskiej. A ta analiza ma z kolei wpływ na ujęcie sprzedaży aktywów finansowych, w tym należności sekurytyzowanych, a więc transakcji istotnych dla uzyskania obrazu instytucji finansowych.

Nawet gdyby uznać, że wpływ wymienionych wcześniej przyczyn można uwzględnić w ocenie standingu, wciąż pozostają działania po stronie ocenianej instytucji, które mogą wpływać na nierzetelne wyniki analizy. Istnieje ryzyko, że podmiot sporządzający zechce przedstawić dane finansowe w sposób zapewniający osiągnięcie konkretnego celu. Może strukturyzować transakcje gospodarcze w sposób zapewniający ich określoną prezentację, zgodną z zasadami rachunkowości, ale zapewniającą przedstawienie swojej sytuacji finansowej, wskaźników itp. zgodnie ze strategią firmy. Przykładem może być bank inwestycyjny Lehman Brothers, który, koncentrując się na wskaźniku dźwigni finansowej, istotnym dla jego kontrahentów i agencji ratingowych, zawierał transakcje na warunkach odbiegających

⁵ *The Goldman Sachs Group, Inc. Form 10-Q for the quarterly period ended March 31, 2011.*
Dokument dostępny na stronie: www.goldmansachs.com

od standardowych lub wręcz na warunkach niekorzystnych finansowo, ale warunki te pozwalały mu, zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, ujmować transakcje w sposób wpływający pozytywnie na poziom dźwigni, choć niezgodnie z ich ekonomicznym sensem⁶.

2. WSKAŹNIK DŹWIGNI FINANSOWEJ I RATING

Dźwignia – definiowana jako relacja aktywów do kapitałów własnych – pozwala instytucjom finansowym generować zyski z inwestycji, które to inwestycje przewyższają kapitały własne, a więc bez użycia dźwigni nie byłyby dostępne. W praktyce niemal każda instytucja finansowa wykorzystuje w swojej działalności efekt dźwigni.

W Stanach Zjednoczonych istnieją normy ograniczające jej wielkość. A mimo to nadmierna dźwignia jest wymieniana jako jedna z przyczyn trwającego kryzysu finansowego. Wskaźnik dźwigni zawarty jest w wymogach dla banków nadzorowanych przez *Federal Deposit Insurance Corporation*⁷. Wskaźnik ten, zdefiniowany jako kapitał Tier 1 do wielkości aktywów (bez wartości niematerialnych), musi być co najmniej równy 5% (czyli aktywa nie mogą przewyższać 20-krotności kapitału) dla banków „dobrze dokapitalizowanych”, a 4% dla „odpowiednio dokapitalizowanych”.

Z racji tego, że banki inwestycyjne nie podlegały nadzorowi FDIC, to historycznie ten limit ich nie dotyczył, a to właśnie banki inwestycyjne generowały największą dźwignię, nawet na poziomie 30 lub 40-krotności aktywów. Instytucja z dźwignią na poziomie 30:1 jest narażona na „utrąte” kapitału przy spadku wartości jej aktywów o 3,3%. Przy niestabilnej sytuacji na rynku taki spadek wartości może się zdarzyć nawet w przypadku aktywów w postaci obligacji skarbowych, albo gdy wartość jednej trzeciej aktywów spadnie o 10%.

Banki inwestycyjne zobowiązane były natomiast do przestrzegania tzw. zasady kapitału netto (ang. *net capital rule*), ustalonej przez amerykańską Komisję Papierów i Giełd (SEC – *Securities and Exchange Commission*) w 1975 r. i zmodyfikowanej w 2004 r. Zmiana z 28 kwietnia 2004 r. pozwoliła największym firmom (z kapitałem netto powyżej 5 mld dolarów) stosować wyjątek od ogólnych zasad. Zdaniem wielu komentatorów, ta decyzja SEC była jedną z przyczyn gwałtownie rosnącego wykorzystania dźwigni i późniejszego kryzysu⁸.

⁶ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 732 i kolejne. Raport dostępny na stronie internetowej www.lehmanreport.jenner.com

⁷ *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Dokument dostępny na stronie internetowej: www.fdic.gov

⁸ S. Balaton, *Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt*, „The New York Times”, 2 October 2008. Artykuł dostępny na stronie internetowej www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html

Wspomniane wykorzystanie dźwigni finansowej na dużą skalę przez banki inwestycyjne wywołało komentarze ze strony agencji ratingowych i analityków, którzy porównywali wielkość dźwigni w tzw. grupie porównawczej (ang. *peer group*). W latach 2007 i 2008 zarówno Lehman, jak i inne podmioty dążyły do redukcji poziomu dźwigni w celu „ochrony” posiadanego ratingu. Rating ten służył bowiem kontrahentom tych banków do ustalenia akceptowanych dla siebie partnerów transakcji, cen i poziomu zabezpieczenia oczekiwanego od nich w zależności od wielkości ekspozycji⁹.

Czym jest rating? Teoria ekonomii mówi, że rynek jest efektywny, jeśli jego uczestnicy m.in. mają równy dostęp do informacji. W praktyce, uwzględnwszy stopień skomplikowania rynku i ilości informacji, niemożliwa jest samodzielna, pełna ocena różnych inwestycji. W zakresie „bezpieczeństwa” inwestycji pomagają w tym agencje ratingowe – firmy, które profesjonalnie zajmują się nadawaniem ocen wiarygodności kredytowej (ratingów) poszczególnym inwestycjom i emitentom. Wielu inwestorów, np. towarzystwa emerytalne w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej, opierały się i opierają na ratingach, podejmując decyzje inwestycyjne, ponieważ nie mają ani dostępu do tych samych danych (m.in. pod względem szczególności), ani zasobów, ani tym bardziej szczegółowej wiedzy potrzebnej do oceny ryzyka inwestycji.

Ratingi nadawane przez największe agencje (Fitch, Moody's, Standard & Poor's) stały się, z punktu widzenia inwestorów, podstawowym i niekwestionowanym wskaźnikiem bezpieczeństwa inwestycji. W związku z tym podmiotom poszukującym źródeł finansowania, w tym bankom inwestycyjnym, zależało na uzyskaniu wysokich ocen.

Działalność agencji ratingowych długo nie była regulowana, choć efekty ich pracy były od dawna szeroko wykorzystywane¹⁰:

- ❖ już w 1931 r. OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*) zezwolił bankom na wykazywanie obligacji w publicznym obrocie z ratingiem BBB lub lepszym po wartości księgowej (bez wyceny do rynku);
- ❖ w 1975 r. SEC zmodyfikował minimalny wymóg kapitałowy dla dealerów i brokerów, opierając go na ratingach „uznanych agencji” (ang. *nationally recognized statistical rating organization*). Na podobne podejście zezwała bankom Bazylea II;
- ❖ agencje ratingowe mają wpływ również na rodzaj papierów, jakie mogą nabywać niektórzy inwestorzy. SEC zabrania np. funduszom rynku pieniężnego inwestowania w papiery o konkretnym, niskim ratingu.

⁹ A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, „IMF Working Paper” WP/09/129. Dokument dostępny na stronie internetowej www.imf.org

¹⁰ *Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011, s. 119.

Począwszy od 1975 r. SEC zatwierdzał status danej agencji jako „uznanej”, ale po jego uzyskaniu nie podlegała ona żadnym innym regulacjom. Od 2007 r. SEC ma ograniczone uprawnienia do „nadzoru” (*oversight*) „uznanych” agencji opierających się na „*Credit Rating Agency Reform Act*”. Prawo to wymaga ujawnienia metodyki stosowanej przez agencje, ale nie pozwala SEC regulować procedur ani metodyki nadawania ratingu.

W pierwszej dekadzie XXI w. rola agencji ratingowych na rynku ogromnie wzrosła. Jednocześnie zmieniła się relacja między agencjami i ich klientami. Na rynkach finansowych pojawiła się ogromna liczba instrumentów finansowych wyemitowanych przez ograniczoną liczbę graczy – głównie banki inwestycyjne. W próbie 1 280 hipotecznych transakcji sekurytyzacyjnych analizowanej przez T.D. Nadauld i S.M. Sherlund¹¹ sam Lehman Brothers dokonał 130 transakcji. W przeszłości pojedynczy emitent dokonujący kilku transakcji podlegających ocenie ratingowej nie miał wpływu na agencję nadającą rating. W dobie emisji papierów zabezpieczonych hipotekami główne banki inwestycyjne nabywały usługi agencji setki razy w roku. Przychody Moody’s z transakcji strukturyzowanych wzrosły ze 100 mln dolarów w 1998 r. do 800 mln dolarów w 2006 r. i stanowiły ponad 80% łącznych przychodów firmy¹².

Jak już wspomniano, obniżenie poziomu dźwigni finansowej stało się w latach 2007–2008 jednym z priorytetów Lehman Brothers. Niezdolność do obniżenia dźwigni mogła prowadzić do obniżenia ratingu, a to z kolei do podwyższenia kosztu lub w ogóle niemożności pozyskania finansowania na rynku¹³.

W celu obniżenia dźwigni można obniżyć aktywa netto. Strategia banku przed 2007 r. skupiała się na rynku nieruchomości, w efekcie czego poziom aktywów opartych na ryzyku tego rynku znacząco wzrósł, a od 2007 r. bank zaczął mieć problem ze sprzedażem tzw. *sticky assets*. Lehman oszacował, że gdyby był zmuszony do ich zbycia, straciłby ok. 750 mld dolarów¹⁴, a dodatkowo poddałby w wątpliwość wyceny pozostałych aktywów, które miał w swoim bilansie. W związku z tym, obok sprzedaży aktywów, na które bank znalazł rynek, w celu obniżenia poziomu dźwigni wykazywanego w kwartalnych raportach finansowych, Lehman Brothers wykorzystywał m.in. transakcje repo.

Transakcja repo to umowa, w ramach której jedna ze stron (sprzedający) zobowiązuje się wobec drugiej strony (kupującego) do przeniesienia, w dniu nabycia,

¹¹ T.D. Nadauld, S.M. Sherlund, *The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2009, s. 43.

¹² Testimony of Luigi Zingales on „*Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*” before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008, s. 18.

¹³ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, *op. cit.*, s. 735.

¹⁴ *Ibidem*, s. 827.

własności zbywanych papierów wartościowych w zamian za zapłatę przez kupującego kwoty nabycia, a kupujący zobowiązuje się wobec sprzedającego, w zamian za zapłatę kwoty odkupu, do przeniesienia, w dniu odkupu, własności takich samych papierów wartościowych¹⁵. Patrząc z ekonomicznego punktu widzenia, celem transakcji repo jest pozyskanie przez podmiot sprzedający finansowania, które zabezpieczone jest papierami wartościowymi. A jeśli tak, to domniemanym sposobem ujęcia w sprawozdaniu finansowym pozyskiwanego przez jednostkę finansowania jest zwiększenie jego zobowiązań, a więc i dźwigni.

3. UJĘCIE TRANSAKCJI REPO – SKUTKI DLA WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH SŁUŻĄCYCH DO OCENY STANDINGU

Kwestia ujęcia transakcji repo w sprawozdaniu finansowym nie jest prosta. Możliwe są dwa podejścia:

- 1) ujęcie jako finansowanie (tzn. jako depozyt/zobowiązanie),
- 2) ujęcie jako sprzedaż papierów wartościowych i zobowiązanie terminowe (poza-bilansowe) do ich odkupienia w przyszłości.

Zamieszczone poniżej rysunki prezentują, na przykładowym bilansie, wpływ transakcji repo na bilans i poziom dźwigni finansowej w zależności od sposobu jej ujęcia przez bank.

Rysunek 1. Bilans banku przed zawarciem transakcji repo

Gotówka 100	Depozyty 150
Lokaty 100	
Papiery wartościowe 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 500	PASYWA 500

Źródło: opracowanie własne.

¹⁵ Definicja z Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontach depozytowych tych papierów.

W Polsce wyróżniamy również transakcję buy/sell back, czyli transakcję, na którą składają się dwie niezależne umowy: sprzedaży oraz kupna bonów – po cenie ustalonej z góry.

Przed zawarciem transakcji repo dźwignia wynosi 5.

Bank zawiera transakcje repo, w której sprzedaje posiadane przez siebie papiery wartościowe o wartości 100 po cenie 100 i jednocześnie zobowiązuje się do ich odkupienia po 105 w określonym z góry terminie w przyszłości.

Przy ujęciu transakcji repo, jako zobowiązanie w bilansie banku (rysunek 2), poziom dźwigni finansowej rośnie do 6. Dzieje się tak dlatego, że papiery wartościowe pozostają w bilansie banku, a transakcja repo powoduje wzrost aktywów (gotówki). Różnica pomiędzy ceną sprzedaży a ceną odkupu papierów wartościowych (tu: 5) jest ujmowana w rachunku zysków i strat banku jako koszt finansowania (koszt odsetkowy) proporcjonalnie do upływu czasu trwania transakcji.

Rysunek 2. Bilans banku po zawarciu transakcji repo ujmowanej jako finansowanie

Gotówka 200	Depozyty 150
Lokaty 100	Transakcje repo 100
Papiery wartościowe 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 600	PASYWA 600

Źródło: opracowanie własne.

Przy ujęciu transakcji repo jako sprzedaży papierów wartościowych (rysunek 3) poziom dźwigni utrzymuje się na poziomie sprzed transakcji, mimo że bank uzyskał finansowanie.

W związku z dążeniem Lehman Brothers do redukcji poziomu dźwigni, bank był zainteresowany prezentacją transakcji w sposób przedstawiony na rysunku 3. Dodatkowo, po zawarciu tych transakcji, bank wykorzystywał środki pieniężne otrzymane od kontrahenta do spłaty pozostałych zaciągniętych zobowiązań, nadal obniżając wskaźniki zadłużenia¹⁶. W przypadku przedstawionym na rysunku 3 skutkowałoby to obniżeniem dźwigni do poziomu 4.

W celu uzyskania oczekiwanego ujęcia w sprawozdaniu finansowym, Lehman Brothers część swoich transakcji repo strukturyzował w określony sposób (zob. dalej).

¹⁶ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 733.

Rysunek 3. Bilans banku po zawarciu transakcji repo, ujmowanej jako sprzedaż papierów wartościowych

Gotówka 200	Depozyty 150
Lokaty 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 500	PASYWA 500
Zobowiązania pozabilansowe 100*	

* Dodatnia wycena kontraktu forward (5) byłaby dodatkowo ujmowana jako aktywo w bilansie. Tu pominięto ten element dla bardziej przejrzystej prezentacji.

Źródło: opracowanie własne.

Lehman Brothers stosował amerykańskie standardy rachunkowości (US GAAP). Gdyby stosował standardy międzynarodowe (IFRS), różne ujęcie w zależności od pewnych specyficznych cech transakcji nie byłoby możliwe, ponieważ IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement* wskazuje, że wszystkie transakcje, gdzie następuje sprzedaż papierów wartościowych wraz ze zobowiązaniem do odkupu, i gdzie cena odkupu jest z góry ustalona, bez względu na formę i cechy prawne, ujmowane są jako transakcje o charakterze finansowania¹⁷.

W standardach amerykańskich sposób ujęcia transakcji repo zależy m.in. od następujących warunków¹⁸:

- 1) wyizolowanie sprzedawanych aktywów z majątku (i ewentualnej masy upadłości) sprzedającego,
- 2) możliwość zastawu lub wymiany nabytych przez kupującego aktywów,
- 3) neutrzymywanie przez sprzedającego efektywnej kontroli nad papierami.

Jeśli wszystkie wymienione warunki są spełnione, transakcja ujmowana jest jako zbycie aktywów, czyli zgodnie z rysunkiem 3.

W praktyce warunek (1) i (3) stanowiły problem w drodze do osiągnięcia założonej przez bank prezentacji. Ponieważ Lehman Brothers nie był w stanie znaleźć w Stanach Zjednoczonych kancelarii prawnej, która potwierdziłaby spełnienie wa-

¹⁷ IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, AG40.

¹⁸ Accounting Standards Codification 860-10-40.

runku o wyizolowaniu aktywów, bank uzyskał taką opinię pod prawem angielskim i w związku z tym zawierał transakcje poprzez swoją londyńską spółkę Lehman Brothers International (Europe) – LBIE¹⁹.

Warunek nieutrzymywania efektywnej kontroli wymagał zmiany struktury „typowych” transakcji repo. W tym celu Lehman stworzył rodzaj transakcji zwany Repo 105 dla papierów dłużnych (później również 108 dla papierów udziałowych), który, choć zawierany był z użyciem tych samych rodzajów papierów wartościowych i według tej samej dokumentacji co standardowe repo²⁰, różnił się poziomem zabezpieczenia – za każde pożyczone 100 gotówki, Lehman przekazywał papiery o wartości co najmniej 105.

Dlaczego akurat poziomem zabezpieczenia? Otóż, co prawda umowa repo jest wymieniona według US GAAP jako jeden z przykładów zachowania efektywnej kontroli, co wskazywałoby na konieczność ujęcia transakcji jako finansowania, ale przykład ten zawiera pewne warunki. Sprzedający utrzymuje w przypadku transakcji typu repo efektywną kontrolę, jeśli może odkupić aktywa na ustalonych warunkach, nawet w przypadku upadłości kupującego²¹. By warunek ten był spełniony, amerykańskie standardy rachunkowości wymagają, żeby sprzedający przez cały okres trwania kontraktu posiadał gotówkę lub inny rodzaj zabezpieczenia wystarczający, aby w razie konieczności sfinansować zasadniczo cały koszt zakupu takich aktywów finansowych na rynku. Nie jest zdefiniowane, co oznacza „zasadniczo cały”, natomiast jest wskazane, że umowa zbycia i odkupu płynnych papierów z zabezpieczeniem na poziomie 98% wycenianym dziennie i uzupełnianym przy wahaniami ceny papierów na rynku spełnia ten warunek, czyli powinna być ujmowana jako finansowanie.

Dodatkowo standardy amerykańskie nie przewidują odmiennych wymogów w zakresie utrzymywania zabezpieczenia dla rynków poza Stanami Zjednoczonymi, choć wskazują, że na niektórych rynkach utrzymywanie depozytów zabezpieczających (tzw. *margining*) nie jest standardem. Nie zmienia to jednak zasad ujęcia takich transakcji według US GAAP²². W związku z tym transakcje repo 105 różniły się od standardowych repo właśnie poziomem utrzymywanego zabezpieczenia. To pozwalało bankowi, w świetle amerykańskich zasad rachunkowości, stwierdzić, że nie ma wystarczającego poziomu zabezpieczenia, przez co utracił kontrolę nad aktywami i może ujmować te transakcje jako sprzedaż papierów wartościowych i osiągnąć zamierzony efekt obniżenia poziomu prezentowanej dzwigni finansowej.

¹⁹ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 740.

²⁰ *Ibidem*, s. 770.

²¹ Inne warunki nie są istotne dla analizy sytuacji Lehman Brothers, a są to m.in. stała cena oraz warunek, że odkupowane aktywa są takie same lub zasadniczo takie same jak te zbywane.

²² Accounting Standards Codification 860-10-55.

4. PRZYKŁAD LEHMAN BROTHERS

Model biznesowy Lehman Brothers nie różnił się od innych banków inwestycyjnych. Opierał się na wysokim lewarowaniu, wysokoryzykownych długoterminowych aktywach finansowanych krótkoterminowymi pasywami, głównie na rynku repo. W takim modelu zaufanie kontrahentów, pożyczających bankowi pieniądze, jest kluczowe do sprawnego funkcjonowania biznesu. W momencie utraty zaufania kontrahentów i niemożności rolowania krótkoterminowego (nawet overnightowego) finansowania, Lehman Brothers nie mógłby kontynuować bieżącej działalności.

W 2006 r. Lehman przyjął strategię agresywnego wzrostu biznesu, w tym poprzez zaangażowanie na rynku nieruchomości, oczekując wyższych zwrotów z inwestycji, ale i podnosząc poziom dźwigni. Realizując tę strategię, wielokrotnie przekroczył wewnętrzne limity apetytu na ryzyko. W obliczu kryzysu *subprime* w 2007 r. bank nie podjął radykalnych kroków, licząc na odwrócenie trendu, więc kiedy w marcu 2008 r. Bear Stearns był bliski upadku, rynek oczekiwał, że Lehman będzie kolejny²³. A ponieważ, jak wspomniano, dla kontynuowania działalności zaufanie rynku było kluczowe, bank był zdeterminowany je utrzymać, przedstawiając nie do końca prawdziwy obraz swojej sytuacji finansowej. Wiedząc, że kontrahenci oceniają ryzyko podmiotu patrząc na jego rating, a z kolei agencje nadając rating kierują się m.in. poziomem dźwigni i wskaźnikami płynności²⁴, bank zdawał sobie sprawę, jak ogromne znaczenie ma wykazanie w sprawozdaniach finansowych odpowiednich liczb. I robił wszystko, by liczby te były zgodne z oczekiwaniami. Bank ustalał wewnętrzne limity co do poziomu dźwigni oczekiwanego na koniec kwartałów. W przypadku, gdy nie udało się uzyskać założonego poziomu poprzez sprzedaż aktywów, bank zawierał transakcje repo 105²⁵. Bank zawarł transakcje repo 105 na ok. 38,6 mld dolarów w IV kwartale 2007 r., 49,1 mld w I kwartale 2008 r. i 50,4 mld dolarów w II kwartale 2008 r., obniżając w ten sposób poziom dźwigni finansowej²⁶. Tabela 1 prezentuje poziom dźwigni, jaką zaraportował bank po zastosowaniu repo 105/108 i poziom, jaki zaraportowałby, gdyby tych transakcji nie zawarł.

²³ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 4.

²⁴ Raport na temat przyczyn upadłości Lehman Brothers poddaje w wątpliwość również wykazywane przez bank środki płynne (tzw. *liquidity pool*).

Środki płynne prezentowane w ujawnieniach regulacyjnych i rynkowych to takie, które mogą być zbyt w krótkim terminie, i w każdych warunkach rynkowych. Lehman zaliczał do nich depozyty złożone u kontrahentów, które co prawda były strukturyzowane prawnie w taki sposób, że bank mógł je wycofać, ale stanowiły zabezpieczenie wymagane przez kontrahentów i bez nich kontrahenci przestaliby świadczyć bankowi usługi rozliczeniowe, ewentualnie wymagałyby płacenia za nie z góry, więc *de facto* były kluczowe dla kontynuowania bieżącej działalności. *Ibidem*, s. 1082.

²⁵ *Ibidem*, s. 859.

²⁶ *Ibidem*, s. 739.

Tabela 1. Poziom dźwigni Lehman Brothers

Okres	Dźwignia zaraportowana	Dźwignia bez repo	Różnica
IV kwartał 2007	16,1	17,8	1,7
I kwartał 2008	15,4	17,3	1,9
II kwartał 2008	12,1	13,9	1,8

Źródło: *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 748.

Teoretycznie bank zawierał te transakcje całkowicie „legalnie”. Wykazywał je w księgach zgodnie z zasadami US GAAP i posiadaną opinią prawną. Pytanie tylko, jakim celom biznesowym służyły te transakcje. Mogłoby to być pozyskanie finansowania, jak w przypadku „zwykłych” repo, i faktycznie częściowo było. Ale była to transakcja znacznie droższa. Jaki ekonomiczny sens miało więc ponoszenie wyższych kosztów repo 105, zamiast niższych kosztów „zwykłego” repo, zaspokajającego ten sam cel. Kontrahenci transakcji repo 105/108 albo pytali bank, dlaczego chce się angażować w repo na niestandardowych warunkach²⁷, albo zdawali sobie sprawę, że ze względu na te niestandardowe warunki Lehman traktuje te transakcje jako instrumenty pozabilansowe i im trudniejsza była sytuacja banku, tym ustalali wyższe ceny²⁸. To, że repo 105/108 nie służyło celom biznesowym, a jedynie poprawie wskaźników finansowych, potwierdzili pracownicy banku²⁹.

SEC, czyli podmiot nadzorujący bank, stwierdził, że zniechęca emitentów do zawierania strukturyzowanych transakcji podyktowanych względami rachunkowymi³⁰ z uwagi na fakt, że generuje to ryzyko prezentowania niedokładnego obrazu faktycznej sytuacji finansowej. Transakcje takie, zdaniem SEC, są kreowane dla osiągnięcia efektów sprawozdawczych, które nie są spójne z sensem ekonomicznym transakcji i w związku z tym nie są one w interesie inwestorów i mogą stanowić naruszenie prawa.

Teoretycznie, użytkownik mający odpowiednią wiedzę z zakresu zasad rachunkowości, powinien być w stanie zidentyfikować taką sytuację, ale tylko, jeśli instytucja zapewni w sprawozdaniach finansowych odpowiednie ujawnienia.

Transakcje repo zawierane były na papierach płynnych, bo tylko takie kontrahenci chcieli zaakceptować jako zabezpieczenie. Wolumen transakcji rósł na kilka

²⁷ Np. Reserve Bank of Australia, *ibidem*, s. 859.

²⁸ Np. Mizuho, *ibidem*, s. 881.

²⁹ *Ibidem*, s. 867 i kolejne.

³⁰ Office of the Chief Accountant, United States Securities and Exchange Commission: *Report and Recommendations pursuant to section 401 (C) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities and Transparency of Filings by Issuers*, s. 100. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

dni przed końcem kwartału, w związku z czym w danych finansowych na dzień sporządzenia kwartalnego sprawozdania finansowego płynne papiery wartościowe, stanowiące zabezpieczenie transakcji repo, były usuwane z bilansu i wracały do niego kilka dni po zakończeniu kwartału. Czyli, biorąc pod uwagę, że użytkownik otrzymuje dane finansowe podmiotu według stanu na określony dzień, i co kwartał na ten właśnie dzień aktywa były z bilansu usuwane w celu przedstawienia rynkowi oczekiwanego spadku dźwigni, nie byłby w stanie, porównując kwortalne dane, bez odpowiednich ujawnień zauważyć wykorzystania zmodyfikowanych transakcji repo. Lehman Brothers w swoich sprawozdaniach nie zapewnił informacji na temat repo 105 i sposobu ich ujęcia przez bank³¹. Nie wiedział o nich również FED, SEC oraz agencje ratingowe³².

Lehman nie upadł z powodu używania transakcji repo 105. Bezpośrednią przyczyną jego wniosku o upadłość był utrata zaufania pożyczkodawców i, w efekcie, utrata płynności. Nie można jednak nie zauważyć roli tych transakcji w zaciemnianiu faktycznego obrazu sytuacji finansowej banku od 2007 r.

Czy, gdyby bank nie stosował repo 105 lub gdyby ujawnił informacje na temat tych transakcji w swoich sprawozdaniach finansowych, jego rating zostałby obniżony? Na to pytanie nie ma jednoznacznej odpowiedzi. Nie potrafiły jej udzielić same agencje ratingowe. Fitch i Standard & Poor's potwierdziły, że informacja ta mogłaby być istotna dla ich oceny standingu Lehman Brothers. Nie były jednak w stanie jednoznacznie stwierdzić, że miałyby wpływ na całkowity rating banku, który jest wynikiem analizy wielu aspektów i zależności między nimi. Moody's stwierdził natomiast, że w swojej metodycie kładzie nacisk na wiele czynników i sam poziom dźwigni finansowej nie jest dla niego aż tak istotny³³. Każda z agencji stwierdziła jednak, że usunięcie ok. 50 mld dolarów z bilansu banku na kilka dni przed końcem kwartału, kiedy to bank prezentuje swoje wyniki, tylko po to, aby poprawić wskaźniki, podczas gdy te 50 mld dolarów powiększa aktywa kilka dni po zakończeniu kwartału, może mieć wpływ na ocenę sytuacji podmiotu.

Tabela 2 prezentuje podstawowe wartości bilansowe i wskaźniki Lehman Brothers na koniec kolejnych kwartałów sprawozdawczych.

Zmodyfikowana dźwignia oznacza poziom dźwigni, jaki zaraportowałyby spółka, gdyby zamiast repo 105/108 zastosowała tradycyjne repo, ujmowane jako finansowanie.

Na przykładzie tych danych widzimy, jak poziom wykorzystania repo 105 rośnie wraz ze wzrostem sumy bilansowej, przy czym wzrost ten jest szybszy niż wzrost aktywów, od 5% na koniec listopada 2006 r. do 8% sumy aktywów na koniec maja 2008 r. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, gdyby zamiast repo 105 ujmo-

³¹ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 854.

³² *Ibidem*, s. 912.

³³ *Ibidem*, s. 906.

wanych pozabilansowo, zastosować tradycyjne repo, dźwignia netto przekazywana przez bank do publicznej wiadomości byłaby aż do 15% wyższa od wyliczonej z wykorzystaniem transakcji repo 105. Trudno uznać taki wpływ na wskaźniki za nieistotny.

Tabela 2. Wskaźniki Lehman Brothers (w mln USD)

Wyszczególnienie	30.11. 2006	28.02. 2007	31.05. 2007	31.08. 2007	30.11. 2007	29.02. 2008	31.05. 2008
Aktywa łącznie	503 545	562 283	605 861	659 216	691 063	786 035	639 432
Kapitał	19 191	20 005	21 129	21 733	22 490	24 832	26 276
Dźwignia	26,2	28,1	28,7	30,3	30,7	31,7	24,3
Dźwignia netto*	14,5	15,4	15,4	16,1	16,1	15,4	12,1
Repo 105/108	24 519	27 284	31 943	36 407	38 634	49 102	50 383
Zmodyfikowana dźwignia	27,5	29,5	30,2	32,0	32,4	33,6	26,3
Zmodyfikowana dźwignia netto	15,8	16,8	16,9	17,8	17,8	17,3	13,9
Zmiana dźwigni netto	9%	9%	10%	11%	11%	12%	15%

* Dźwignia netto oznacza iloraz sumy aktywów pomniejszonych o gotówkę i papiery wydzielone dla celów regulacyjnych i innych, umowy finansowania zabezpieczone aktywami, aktywa niematerialne i goodwill i kapitału wraz z długiem podporządkowanym pomniejszonego o aktywa niematerialne i goodwill.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 889.

Jak już wspomniano, mechanizm zastosowany przez Lehman Brothers do obniżenia poziomu dźwigni przy użyciu transakcji repo 105/108 nie był znany ani agencjom ratingowym, ani regulatorom, czyli podmiotom, które z założenia mają szerszy wgląd w dane finansowe banku niż kontrahenci. A jeśli nie był znany im, to nie był również znany stronom transakcji zawieranych przez Lehman Brothers. Co prawda niektórzy kontrahenci transakcji repo 105, jak Mizuho, zdawali sobie sprawę z celu, w jakim Lehman zawierał niestandardowe transakcje repo. Ale nawet mając świadomość pozabilansowego ujęcia tych transakcji, nie mogli oszacować wielkości zjawiska bez dostępu do pełnych danych. Zatem pożyczkodawcy Lehman Brothers, opierając się w swojej ocenie standingu banku na dostępnych sprawozdaniach finansowych i ratingach, nie mieli możliwości uzyskania informacji o zani-

zonym poziomie dźwigni. Być może, gdyby mieli informacje o wykorzystaniu repo 105 i jego wpływie na wskaźniki, inaczej by ocenili sytuację banku lub wcześniej zauważyli symptomy problemów z płynnością.

5. PO UPADKU LEHMAN BROTHERS

Trzy tygodnie po ukazaniu się raportu na temat przyczyn upadłości Lehman Brothers, kiedy szczegóły transakcji repo 105/108 zostały ujawnione, SEC wystosował szczegółowe zapytanie do ponad 20 największych instytucji bankowych i ubezpieczeniowych, dotyczące sposobu ujmowania transakcji sprzedaży papierów wartościowych z jednoczesnym zobowiązaniem do ich odkupu. Jeśli instytucja posiadała transakcje ujmowane jako sprzedaż, SEC prosił o dodatkowe informacje, takie jak:

- ❖ kwota transakcji ujętych jako sprzedaż na koniec każdego kwartału w ciągu ostatnich 3 lat oraz kwartalne średnie. Jeśli stany różnią się istotnie, należało wyjaśnić różnice;
- ❖ szczegółowa analiza skutkująca ujęciem tych transakcji jako sprzedaż, a nie finansowanie;
- ❖ przesłanki biznesowe powodujące strukturyzowanie transakcji w sposób pozwalający na ich ujęcie jako sprzedaż;
- ❖ wskazanie, jak ujęcie tych transakcji jako sprzedaż wpływa na wskaźniki danej instytucji, które podawane są do publicznej wiadomości, dostarczane analitykom, nadzorcom lub agencjom ratingowym;
- ❖ czy transakcje takie skoncentrowane są na jednym lub kilku kontrahentach, a jeśli tak, to jaki jest powód takiej koncentracji;
- ❖ czy instytucja dokonała zmian w zakresie zasad ujęcia tych transakcji w sprawozdaniach finansowych w ciągu ostatnich 3 lat, jeśli tak, to dlaczego, oraz jak to wpłynęło na sprawozdania finansowej instytucji;
- ❖ dlaczego jednostka uznała, że ujawnienia na ten temat nie są wymagane w sprawozdaniu finansowym.

Miesiąc po ukazaniu się raportu FASB poinformował, że rozważy zmianę zasad ujęcia transakcji repo po tym, jak znane będą wyniki analizy informacji wymaganych przez SEC³⁴. Standardy amerykańskie, które w przypadku ujęcia transakcji sprzedaży i odkupu papierów wartościowych nie uwzględniały specyfiki rynków lokalnych w kwestii utrzymywania zabezpieczenia, powodowały, że zawierając transakcje repo na tych rynkach i stosując amerykańskie zasady rachunkowości (ze względu np. na posiadanie amerykańskiego podmiotu dominującego i wymo-

³⁴ *FASB may look at repo accounting after SEC review*, 20 April 2010, Reuters. Dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.reuters.com/article/2010/04/21/lehman-fasb-idUSN2011230120100421> (dostęp: 5.12.2011 r.).

gi konsolidacyjne), podmioty ujmowały „zwykłe” transakcje repo w taki sposób, w jaki Lehman Brothers ujmował repo 105, czyli *de facto* niezgodnie z ich sensem ekonomicznym.

FASB ostatecznie rozpoczął projekt zmiany zasad ujęcia transakcji repo, tłumacząc to odpowiedzią na globalny kryzys i kwestionowaniem przez uczestników rynku, czy wymóg utrzymywania zabezpieczenia jest istotny dla oceny kontroli nad przenoszonym aktywem w transakcjach repo. FASB zdecydował się wprowadzić zmiany i usunąć warunek utrzymywania odpowiedniego poziomu zabezpieczenia przez cały okres trwania transakcji. Zmiany weszły w życie w grudniu 2011 r. i stanowią istotny krok na drodze do ujednoczenia zasad ujęcia aktywów finansowych według IFRS i US GAAP, i zapewnienia porównywalności sprawozdań finansowych.

Obie rady tworzące standardy sprawozdawczości finansowej zapewniły, że rozumieją potrzebę wspólnych działań i znaczenie dla rynku finansowego przejrzystych, integralnych standardów wysokiej jakości, czego dowodem jest powołanie na ich wniosek *Financial Crisis Advisory Group*. Zadaniem grupy jest identyfikacja wymaganych zmian w zakresie sprawozdawczości finansowej, które pomogą wzmocnić zaufania inwestorów oraz konkretnych obszarów sprawozdawczych, w których kryzys uwidocznił niedoskonałości.

Jakie są wobec tego narzędzia minimalizujące ryzyko przedstawienia nieprawidłowych lub nierzetelnych danych? Użytkownicy sprawozdań finansowych oczekują, że taki właśnie jest, a przynajmniej być powinien, cel przeprowadzania obowiązkowych audytów sprawozdań przed ich publikacją przez uprawnione podmioty. A w przypadku podmiotów objętych nadzorem finansowym istnieje domniemanie, że regulator zapewni wyższy poziom bezpieczeństwa inwestycji oraz rzetelności informacji niż w przypadku emitentów nienadzorowanych.

Ernst&Young, audytor Lehman Brothers, został pozwany w grudniu 2010 r. przez prokuratora generalnego stanu Nowy Jork za pomoc w ukrywaniu przed inwestorami prawdziwego obrazu sytuacji finansowej banku³⁵.

Jeśli chodzi o weryfikację przez nadzór, to największe banki inwestycyjne, tj. Bear Stearns, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch oraz Lehman Brothers, podlegały nadzorowi amerykańskiej Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełd oraz nadzorowi stanowemu stanu Nowy Jork. SEC przyznał, że nadzór nad Lehman Brothers mógł być niewystarczający, zwłaszcza w kluczowym okresie po problemach Bear Stearns³⁶. SEC nie miał bowiem wystarczających uprawnień

³⁵ K. Freifeld and L. Sandler, *Cuomo Sues Ernst & Young for Assisting Lehman Brothers in 'Repo 105' Fraud*, 22 December 2010, Bloomberg. Dokument dostępny na stronie internetowej www.bloomberg.com/news/2010-12-21/new-york-s-cuomo-said-to-plan-fraud-suit-against-lehman-s-accounting-firm.html (dostęp: 10.11.2011 r.).

³⁶ Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report by Chairman Mary L. Schapiro *U.S. Securities and Exchange Commission* Before the House Financial Services Committee April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

z jednej strony, oraz zasobów z drugiej, żeby zapewnić odpowiednią kontrolę banku. Zgodnie z oświadczeniem szefa SEC, SEC nie był nadzorcą 193 z 200 znaczących spółek Lehman Brothers Holding Inc., wśród nich były spółki z najbardziej ryzykownych obszarów, takich jak derywaty czy biznes hipoteczny³⁷. Prawo amerykańskie nie przewidywało bowiem, kto sprawuje nadzór skonsolidowany, czyli nadzór nad holdingiem jako całością, a nie jednostkowo, nad poszczególnymi jego podmiotami. W 2004 r. SEC wprowadził co prawda dobrowolny program nadzoru skonsolidowanego dla banków inwestycyjnych pod nazwą *Consolidated Supervised Entity Program* (CSE), ale program ten okazał się nieskuteczny i został zakończony we wrześniu 2008 r.

Od marca 2008 r. Lehman dostarczał informacje finansowe także do FEDu³⁸ w efekcie uruchomienia przez FED specjalnej linii płynnościowej dla banków inwestycyjnych. FED umieścił również inspektorów w siedzibie Lehman Brothers, żeby na bieżąco monitorowali sytuację płynnościową i ogólną sytuację finansową banku. Zarówno SEC jak i FED nie mieli informacji o stosowaniu przez bank transakcji repo 105 w celu poprawy obrazu swojej sytuacji finansowej.

Przykład Lehman Brothers wpłynął jednak na wzrost świadomości i ostrożności instytucji nadzorczych. Dowodzą tego ostatnie wydarzenia związane z wnioskiem o upadłość MF Global w październiku 2011 r. MF Global zawierał tzw. transakcje *repo to maturity* i traktował je jako sprzedaż papierów wartościowych zgodnie z US GAAP, podobnie jak Lehman Brothers³⁹. W marcu 2011 r. SEC zwrócił się do firmy z zapytaniem o ujęcie tego typu transakcji, a w czerwcu *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) nakazała firmie podnieść kapitał, żeby pokrywał ryzyko także takich transakcji, bez względu na ich rachunkowe ujęcie, oraz nakazała ujawnić informację o 6,3 mld dolarów zaangażowania, jakie firma posiadała w papiery wartościowe Belgii, Włoch, Hiszpanii, Portugalii i Irlandii finansowanego transakcjami *repo to maturity*. Nadzorców MF Global zaniepokoiło wysokie prawdopodobieństwo utraty płynności przez spółkę w przypadku, gdyby wierzyciele nagle zażądali podniesienia depozytów zabezpieczających transakcje repo na skutek pogorszenia się jakości (spadku ceny) instrumentów stanowiących zabezpieczenie transakcji repo, albo na skutek spadku zaufania rynku do MF Global. Spółka ujawniła te informacje 25 października 2011 r. W połączeniu z oczeki-

³⁷ Statement of Christopher Cox Former Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

³⁸ Chairman Ben S. Bernanke, *Lessons from the failure of Lehman Brothers*, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington D.C., April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.federalreserve.gov

³⁹ J. Hamilton and M.J. Moore, *MF Global's Repo Transactions Drew Scrutiny by U.S. Regulators in March, 4 November 2011*, Bloomberg. Artykuł dostępny na stronie www.bloomberg.com (dostęp: 16.11.2011 r.).

waniami złych wyników finansowych spowodowało to obniżenie ratingu MF Global przez agencje ratingowe do poziomu śmieciowego, a 31 października firma zgłosiła wniosek o upadłość.

PODSUMOWANIE

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie możliwych powodów błędnej oceny sytuacji instytucji finansowej na podstawie publikowanych przez nią danych. Powody te wynikają ze stosowania różnych standardów sporządzania sprawozdań finansowych (IFRS, US GAAP lub inne), które nie są spójne w obszarach mających istotny wpływ na obraz standingu instytucji finansowej. Aby ocenić wpływ tego typu różnic, wymagana jest fachowa wiedza z zakresu zasad rachunkowości. IASB i FASB podjęły prace mające uprościć te zasady. Niestety, wstępne efekty ich prac tylko w części realizują ten cel.

Dodatkowo mogą wystąpić działania po stronie ocenianej instytucji, które wpłyną na nierzetelne wyniki analizy. Jak pokazano na przykładzie Lehman Brothers, podmiot może ujmować transakcje technicznie zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, ale niezgodnie z ich sensem ekonomicznym. Idąc dalej – może zawierać transakcje pozbawione ekonomicznego sensu tylko ze względu na ich korzystne ujęcie rachunkowe. Korzystne oczywiście z punktu widzenia celu, jaki instytucja chce osiągnąć. W przypadku Lehman Brothers było to obniżenie poziomu dźwigni finansowej w danych kwartalnych raportów giełdowych. Ponadto może nie zapewniać odpowiednich ujawnień, bez których użytkownik sprawozdania, nawet mający specjalistyczną wiedzę merytoryczną i uważnie śledzący trend obniżania się dźwigni i porównujący dane z kwartału na kwartał, nie byłby w stanie zidentyfikować stosowanego przez bank mechanizmu.

Omówione przyczyny pokazują, dlaczego ujawniane dane finansowe mogą nie być wystarczające do oceny sytuacji finansowej. Jednak kontrahenci takiego podmiotu rzadko mogą dysponować danymi innymi niż te publicznie dostępne. Niezbędne są zatem mechanizmy minimalizowania przedstawionych zjawisk.

Po pierwsze jest to badanie sprawozdań finansowych przez niezależny podmiot do tego uprawniony. W przypadku podmiotów finansowych będą to zazwyczaj firmy tzw. wielkiej czwórki, czyli Ernst&Young, Deloitte, PricewaterhouseCoopers i KPMG, z uwagi na reputację i wiarę rynku w ich profesjonalne kwalifikacje, istotne zwłaszcza w kontekście skomplikowania produktów finansowych.

Po drugie, dla podmiotów regulowanych – organ nadzoru. Teoretycznie więc transakcje zawierane z podmiotem objętym nadzorem finansowym są bezpieczniejsze z uwagi na dodatkowy mechanizm minimalizujący ryzyko błędnej oceny standingu, a mianowicie na podporządkowanie podmiotu normom nadzorczym, inspekcje etc. Zarówno audytor jak i nadzorca mają dostęp do pełnych danych do-

tyczących podmiotu, a nie tylko do danych publikowanych. W przypadku Lehman Brothers mechanizmy te nie zadziałały efektywnie. Jednak poprawnie działający audyt i nadzór minimalizują ryzyko przedstawiania niejasnych lub nierzetelnych danych i w efekcie – ich wpływ na ocenę standingu przez kontrahentów.

Abstract

Counterparties of financial institutions, in order to calculate the price of the product or the required level of collateral, need to assess their standing. The purpose of this article is to present possible causes of incorrect assessment of the financial institution's standing based on the data publicly disclosed by the institution.

Such causes may result from adopted financial reporting standards (IFRS, US GAAP or other), which differ in matters that are crucial for reporting of the financial institution's position such as offsetting financial assets and financial liabilities (otherwise known as netting) or derecognition of financial assets, which determines the accounting for repo transactions. This lack of convergence reduces the comparability of financial statements and requires thorough accounting knowledge to understand and eliminate the impact of these differences on the assessment of the financial standing.

The financial institution may also take deliberate actions to present its financial results in a particular way. Transactions may be designed and structured in order to ensure the expected presentation in the financial statements, positive impact on the financial ratios etc., in line with the financial reporting standards, but against the economic substance of a transaction.

Such mechanism has been implemented by Lehman Brothers, who focused on reducing their publicly disclosed leverage ratios. Lehman Brothers employed transactions called "Repo 105" and "Repo 108", and accounted for these transactions as "sales" under US GAAP, as opposed to financing transactions, based upon the overcollateralization or higher than normal haircut. By recharacterizing the transaction as "sales," Lehman temporarily removed securities from its balance sheet, to improve their leverage ratio and created a misleading picture of the firm's financial conditions. Moreover Lehman Brothers did not publicly disclose its use of Repo 105/108 transactions, its accounting treatment for them, volumes and their impact on the firm's ratios. SEC, FED and rating agencies were also unaware of Lehman's Repo 105/108 transactions, while by applying them, Lehman temporarily reduced its net balance sheet at quarter-end by approximately \$38.6 billion in the fourth quarter of 2007, \$49.1 billion in the first quarter of 2008, and \$50.38 billion in the second quarter of 2008.

After "Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report" had been released in March 2010, SEC made inquiries of about two dozen

financial firms to determine whether their repo activities over the past few years had been similar to those of Lehman. Moreover the Financial Accounting Standards Board, which sets U.S. accounting rules, decided to change repo accounting under US GAAP effective from 15 December 2011, making a significant step in the IFRS and US GAAP convergence project and improving the comparability of financial statements.

Bibliografia

- Ackermann J., *Roadshow Montreal/Toronto*, 19 February 2009 (document dostępny na stronie internetowej: www.db.com).
- A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, „IMF Working Paper” WP/09/129 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.imf.org).
- Balaton S., *Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt*, “The New York Times”, 2 October 2008 (dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html>).
- Chairman Ben S. Bernanke, *Lessons from the failure of Lehman Brothers*, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington D.C., April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.federalreserve.gov).
- FASB may look at repo accounting after SEC review*, 20 April 2010, Reuters (dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.reuters.com/article/2010/04/21/lehman-fasb-idUSN2011230120100421> (dostęp: 5.12.2011 r.)).
- Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011.
- Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.fdic.gov).
- Freifeld K. and Sandler L., *Cuomo Sues Ernst & Young for Assisting Lehman Brothers in ‘Repo 105’ Fraud*, 22 December 2010, Bloomberg (dokument dostępny na stronie internetowej: www.bloomberg.com/news/2010-12-21/new-york-s-cuomo-said-to-plan-fraud-suit-against-lehman-s-accounting-firm.html (dostęp: 10.11.2011 r.)).
- Hamilton J. and Moore M.J., *MF Global’s Repo Transactions Drew Scrutiny by U.S. Regulators in March*, 4 November 2011, Bloomberg. (dokument dostępny na stronie internetowej: www.bloomberg.com (dostęp: 16.11.2011 r.)).
- IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.
- Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner’s Report* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.lehmanreport.jenner.com).

Nadauld T.D., Sherlund S.M., *The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., 2009.

Office of the Chief Accountant, United States Securities and Exchange Commission: *Report and Recommendations pursuant to section 401 (C) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities and Transparency of Filings by Issuers* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Regulamin prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontaktach depozytowych tych papierów.

Statement of Christopher Cox Former Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report by Chairman Mary L. Schapiro *U.S. Securities and Exchange Commission* Before the House Financial Services Committee April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Testimony of Luigi Zingales on *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy* before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008.