

*Tomasz Obal
Monika Szymońska*

UPADŁOŚĆ BANKU INWESTYCYJNEGO NA PRZYKŁADZIE LEHMAN BROTHERS

WSTĘP

Niniejsze opracowanie powstało na podstawie własnych studiów autorów oraz doświadczeń Davida Ereira¹, związanych z jego pracą likwidatora banku inwestycyjnego Lehman Brothers International Europe, które zaprezentował 27 kwietnia 2009 r. w ramach seminarium pt. *Institucja finansowa w kryzysie – przypadek Lehman Brothers*, organizowanego przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny wraz z kancelarią prawną Linklaters.

1. Podstawowe informacje o Lehman Brothers Holding Inc.

Bank inwestycyjny Lehman Brothers Holding Inc. (LBHI) z siedzibą w Nowym Jorku był jednym z czterech największych banków inwestycyjnych Stanów Zjednoczonych oraz jedną z największych instytucji finansowych na świecie. Poza krajem macierzystym, bank prowadził działalność w 40 krajach poprzez 650 podmiotów

¹ David Ereira jest partnerem londyńskiej kancelarii prawnej Linklaters, współpracującej z PricewaterhouseCoopers w zakresie likwidacji Lehman Brothers International Europe oraz innych postawionych w stan upadłości brytyjskich spółek grupy Lehman Brothers Holding Inc.

powiązanych. Jego biura regionalne znajdowały się w Londynie i Tokio. Na całym świecie grupa Lehman zatrudniała około 25 tys. pracowników.

Głównym przedmiotem globalnej działalności instytucji i innych podmiotów jej grupy była szeroko pojęta bankowość inwestycyjna. Swoje usługi finansowe Lehman Brothers świadczył przedsiębiorstwom, rządów oraz samorządom, klientom instytucjonalnym, a także bardzo zamożnym osobom fizycznym. Działalność biznesowa była prowadzona w trzech segmentach: rynku kapitałowego, bankowości inwestycyjnej oraz usług powierniczych.

Lehman Brothers International Europe (LBIE) jest londyńską spółką grupy Lehman Brothers. Inne ważne z punktu widzenia wielkości aktywów podmioty grupy Lehman Brothers, spoza terytorium USA, to LB Japan Inc. z siedzibą w Tokio, LB Finance SA usytuowane w Zurychu oraz LB Asia Holdings Ltd. z Hongkongu.

2. Przyczyny upadłości Lehman Brothers

2.1. Przyczyny systemowe

Przyczyny upadłości grupy Lehman Brothers w dużej mierze są tożsame z przyczynami obecnego załamania gospodarczego – największego, jakie miało miejsce od czasu Wielkiego Kryzysu. Tak jak sama upadłość banku w sposób symboliczny wyznaczyła datę rozpoczęcia obecnego kryzysu, tak też analiza tejże upadłości pokazuje większość słabości rynków finansowych, które ostatecznie wywołały globalny kryzys gospodarczy.

Makroekonomiczne przyczyny kryzysu powstały w czasie niespotykanie długiego okresu prosperity gospodarczej, która w Stanach Zjednoczonych objawiała się m.in. stałym dynamicznym wzrostem cen nieruchomości. Od marca 1997 r. do czerwca 2006 r. indeks cen nieruchomości rósł nieustannie z miesiąca na miesiąc (były tylko dwa przypadki spadku tego indeksu). Średni wzrost cen nieruchomości w tych latach wynosił 12,4%. Sytuacja ta spowodowała powstanie powszechnego przeświadczenia, że wzrost wartości nieruchomości ma charakter systemowy. Przeprowadzone w 2005 r. badania wykazały, że średni oczekiwany wzrost cen w następnych dziesięciu latach wynosi 14% rocznie. Omawiany wzrost występował w środowisku niskich stóp procentowanych, co sprawiało, że również realna wartość nieruchomości rosła bardzo dynamicznie.

Równoległe rozwój rynku derywatów skutkowało powstaniem instrumentów pochodnych wykorzystywanych do zakupu nieruchomości, których właściciele nie byłiby w stanie spłacać kredytów hipotecznych w normalnych warunkach. Ich zdolność kredytową kalkulowano bowiem przy założeniu wzrostu cen nabywanych nie-

ruchomości. Jednocześnie banki, udzielając tego typu kredytów, obniżały wymogi formalne.

To, co wydawało się niemożliwe, nastąpiło w 2008 r. – największy od czasu Wielkiego Kryzysu spadek cen nieruchomości. Okazało się, że nawet modele ekonometryczne, wykorzystywane do szacowania ryzyka aktywów powiązanych z rynkiem nieruchomości, nie były przystosowane do takiego wydarzenia, gdyż opierały się na szeregach czasowych, które w sposób oczywisty nie uwzględniały doświadczeń poprzedniego tak głębokiego kryzysu finansowego, czyli doświadczeń początku lat 30-tych ubiegłego wieku.

Systemową zmianą była również oligopolizacja rynku hipotecznych transakcji sekurytyzacyjnych. Wśród niewielkiej grupy uczestników rynku był Lehman Brothers, który był inicjatorem 128 spośród 1.257 transakcji tego rodzaju. Oligopolizacja sprawiła także, że nieliczni emitenci papierów wartościowych, opartych na aktywach hipotecznych, uzyskali znacznie silniejszą pozycję wobec agencji ratingowych, oceniających jakość emitowanych papierów wartościowych, co miało wpływ na liberalizację oceny ratingowej tych aktywów. W rezultacie wysiłki banków były skierowane na uzyskanie jak najwyższego ratingu dla ryzykownych papierów wartościowych.

2.2. Przyczyny wewnętrzne

Polityka finansowa Lehman Brothers opierała się na wysokiej dźwigni finansowej oraz na finansowaniu się krótkoterminowymi zobowiązaniami. Bank wykorzystywał pozycję banku inwestycyjnego. Dźwignia finansowa wykorzystywana przez Lehman Brothers była na początku kryzysu dwukrotnie wyższa niż dopuszczalna w bankowości uniwersalnej. Sprawiała ona, że niewielki spadek wartości aktywów (o 3,3%) powodował całkowite wykorzystanie funduszy własnych i stan niewypłacalności.

Oparcie finansowania na krótkoterminowych zobowiązaniach, w środowisku niskich stóp procentowych, było polityką bardzo dochodową. Jednak powodowało ono wzrost ryzyka analogicznego do ryzyka runu na kasy banku uniwersalnego. Bank stał się szczególnie wrażliwy na ryzyko reputacji i pojawiające się pogłoski o możliwej niewypłacalności. Po pojawieniu się pierwszych symptomów kryzysu, Lehman Brothers próbował zmniejszyć dźwignię finansową oraz zależność od krótkoterminowych pasywów, ale działania te były niewystarczające i zbyt późno przeprowadzone.

Przed upadłością Lehman Brothers doświadczył znaczącego spadku zaufania, objawiającego się m.in. w spadku kursu akcji o 80% w okresie od 5 do 12 września 2008 r. Wydaje się, że kluczowym momentem był wtorek 9 września 2008 r., kiedy to cena akcji spadła o 45%. Spadek ten był reakcją na wiadomość o zakończeniu

niewpoważeniem planu wejścia kapitałowego Korean Development Bank do grupy Lehman Brothers. Następnego dnia grupa Lehman Brothers ogłosiła prognozowaną stratę za III kwartał 2008 r. w wysokości 3,9 mld USD. W tym samym czasie LBHI ogłosił plany sprzedaży większościowych udziałów segmentu biznesowego, zajmującego się usługami powierniczymi oraz plany wydzielenia części aktywów hipotecznych do oddzielnego podmiotu. Te zapowiedzi nie pozwoliły jednak na odbudowanie zaufania, a cena akcji w środę 10 września 2008 r. spadła o kolejne 7%. Agencja Moody's ogłosiła, że w przypadku, gdy do 15 września 2008 r. nie pojawi się nabywca Lehman Brothers, obniży ona jego rating.

W weekend 13–14 września 2008 r. w Nowym Jorku trwały dyskusje i negocjacje mające na celu znalezienie inwestora dla całej grupy lub jej części. Wobec jego braku, 15 września 2008 r. bank – zgodnie z rozdziałem 11 Prawa upadłościowego (the Bankruptcy Code) – złożył do sądu wniosek o ogłoszenie upadłości.

3. Charakterystyka postępowania likwidacyjnego grupy LBHI

Upadłość grupy Lehman Brothers jest największą upadłością w historii światowej gospodarki. Ze względu na wielkość aktywów upadłość ta przewyższyła swą skalą wcześniejsze upadki takich gigantów gospodarczych, jak WorldCom i Enron.

Postępowanie likwidacyjne wobec grupy Lehman, z uwagi na jej rozwiniętą strukturę międzynarodową, składa się z 75 odrębnych postępowań upadłościowych prowadzonych w różnych krajach, a więc w ramach różnych systemów prawnych i procedur upadłościowych. W Stanach Zjednoczonych odrębnie są prowadzone postępowania wobec spółki matki (LBHI) oraz amerykańskiej części grupy zajmującej się działalnością brokerską (Lehman Brothers Inc.). Ponadto są prowadzone osobne postępowania pod wieloma jurysdykcjami europejskimi oraz azjatyckimi. Pięć największych z nich obejmuje ponad 95% aktywów holdingu poza terytorium USA (m.in. wobec LBHE w Wielkiej Brytanii oraz LB Asia Holdings Ltd. w Hongkongu).

Likwidacją grupy Lehman zajmuje się bezpośrednio 16 likwidatorów w różnych krajach, w tym m.in. PricewaterhouseCoopers, KPMG czy Oh-Ebashi. Dodatkowo firmy te współpracują z innymi osobami czy kancelariami prawnymi. Ogółem w proces likwidacji grupy zaangażowane są setki osób. Działający w Londynie zespół odpowiedzialny za likwidację samego LBIE liczy (w okresach najintensywniejszych działań) nawet do 200 osób, wspomaganych przez kolejne zespoły, m.in. w Nowym Jorku, Niemczech, Włoszech, Francji i państwach azjatyckich. Ocenia się, że proces likwidacji grupy potrwa wiele lat, nawet do piętnastu.

W ramach postępowania upadłościowego udało się sprzedać część grupy odpowiedzialną za obsługę transakcji na rynku kapitałowym. Jej nabywcą został No-

mura Holdings Inc. W wyniku tej transakcji „uratowano” 2400 stanowisk pracy, co jednocześnie zredukowało potencjalne roszczenia pracownicze tej grupy osób wobec upadłych instytucji.

4. Upadłość Lehman Brothers International Europe – doświadczenia jego likwidatorów

4.1. Stan postępowania upadłościowego LBIE

W związku ze złożeniem wniosku o upadłość przez LBHI, 15 września 2008 r. LBIE, jak i część innych brytyjskich podmiotów grupy Lehman Brothers, został postawiony w stan upadłości. Na likwidatorów wyznaczono firmę PricewaterhouseCoopers.

Upadłość większości podmiotów grupy Lehman Brothers była bezpośrednią konsekwencją upadłości spółki matki (LBHI). Przyczyną nie były problemy z niską wyceną aktywów w tych podmiotach, lecz fakt, że upadłość LBHI spowodowała załamanie płynności. Problemy płynnościowe wynikły ze specyficznej organizacji grupy Lehman Brothers, w której rozliczenia jej podmiotów były dokonywane przez centrum rozliczeniowe w Nowym Jorku. W chwili, gdy centrum to przestało spełniać swoją funkcję, wiele podmiotów zostało pozbawionych bieżącego finansowania. Fakt ten, razem z utratą zaufania, spowodował, że nie mogły one dalej prowadzić działalności.

Wartość księgową aktywów LBIE na dzień upadłości wynosiła 628,6 mld USD, zaś wartość jego zobowiązań – 611 mld USD. Po dokonaniu potrąceń wzajemnych oraz wyeliminowaniu aktywów powierzonych, wartość aktywów instytucji obniżyła się do 49,5 mld USD, zaś zobowiązań do 32,6 mld USD. Wartość masy upadłości na 15 września 2008 r. można zatem szacować na 16,9 mld USD. Zdaniem Davida Ereira, trudno jest jednak przewidywać, czy w ogóle (a jeśli tak, to w jakiej wysokości) po pełnej likwidacji majątku nastąpi zwrot środków akcjonariuszom. Od ogłoszenia upadłości Lehman Brothers na rynkach finansowych doszło bowiem do istotnych zmian, które znacząco wpływają na wycenę aktywów i zobowiązań.

Zgodnie z prawem brytyjskim, likwidatorzy Lehman Brothers są zobowiązani do realizowania celów i założeń procesu upadłościowego, z których do najważniejszych należą:

- ❖ spieniężanie aktywów mające na celu zgromadzenie środków na zaspokojenie wierzycieli. Sprzedaż majątku powinna być realizowana w taki sposób, aby maksymalizować uzyskiwaną cenę,
- ❖ każdy z upadłych podmiotów prawnych wchodzących w skład grupy Lehman Brothers jest traktowany osobno. Niezwykle istotnym zadaniem likwidatorów

jest więc prawidłowe przypisanie praw własności oraz zobowiązań poszczególnych podmiotów,

- ❖ wierzyciele tej samej kategorii są traktowani jednakowo. Dlatego też wiele decyzji likwidatorów w sprawie zaspokajania wierzycieli musi mieć charakter ogólny. Ponadto powinna być stosowana zasada nadrzędności interesu wierzycieli,
- ❖ aktywa i zobowiązania, do których podmioty grupy Lehman Brothers nie mają tytułu prawnego, nie są częścią masy upadłości. Z tego powodu zarządzający upadłością muszą precyzyjnie określić status prawny wszystkich aktywów i zobowiązań. Jeżeli pewne aktywa były jedynie powierzone podmiotom z grupy Lehman Brothers, likwidatorzy będą zwracać je właścicielom. Przy tego typu operacjach nie może być jednak naruszony interes wierzycieli. Dlatego też koszty związane ze zwrotem powierzonych aktywów mogą zostać przeniesione na właścicieli, w taki sposób, aby nie obciążać masy upadłości,
- ❖ działania mające niewielką wartość dla wierzycieli mogą być przez likwidatorów zaniechane.

Do 14 marca 2009 r., w ramach postępowania upadłościowego, sprzedano aktywa LBIE o wartości 8,7 mld USD oraz zwrócono klientom 46% aktywów powierzonych. Wprowadzono także nowy model działalności operacyjnej, mający na celu maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa, aby jak najpełniej zaspokoić wierzycieli.

W czasie prowadzenia upadłości niezwykle ważną okazała się funkcja utrzymania dobrej komunikacji z obecnymi i poprzednimi klientami banku oraz rynkami finansowymi. Zagadnieniu temu poświęcono wiele uwagi, aby w jak największym stopniu zachować potencjał operacyjny banku.

Z punktu widzenia sprawnego zarządzania upadłością ważny jest obszar IT, którego działalność została ustabilizowana, zaś koszty działania ograniczone.

4.2. Największe trudności postępowania

Postępowanie prowadzone wobec Lehman Brothers stawia przed jego likwidatorami wiele wyzwań i trudności.

Pierwszym wyzwaniem jest skala tego postępowania. Upadłość Lehman Brothers Holding Inc. oceniana jest jako największa, jaka wystąpiła kiedykolwiek w historii rynków finansowych. Według bilansu sprzed upadłości wartość aktywów i zobowiązań samego Lehman Brothers International Europe wyceniano na około 600 mld USD. Liczba ta obrazuje ogromną skalę prowadzonej przez grupę działalności, która wymaga obecnie wygaszenia i likwidacji. Na komplikację działań likwidacyjnych wpływa duża liczba transakcji, które były zawierane w ramach działalności Lehman Brothers, w tym operacji wewnętrznych dokonywanych między

podmiotami należącymi do grupy. Utrudnieniem jest także różnorodność i mnogość usług finansowych, leżących w obszarze działalności grupy Lehman. Likwidatorzy oceniają, że po kilku miesiącach ich pracy udało im się rozpoznać zakres i przedmiot działalności prowadzonej przez podmioty grupy, w tym wykorzystywane instrumenty i wykonywane transakcje.

Obecnie postępowanie przeszło do kolejnego etapu, jakim jest próba ustalenia i rozliczenia każdego pojedynczego kontraktu. LBIE posiadał około 1 600 strategicznych klientów w obszarze usług brokerskich. W zakresie tej części działalności LBIE prowadzone są dwa odrębne postępowania: tradycyjne – obejmujące wierzycieli, których wierzytelności nie były zabezpieczone, oraz drugie – dotyczące tych kontrahentów, dla których Lehman świadczył usługi powiernicze. Fakt działania likwidowanej instytucji w drugim z tych obszarów stworzył problem stosownego zarządzania powierzonymi aktywami klientów także po upadłości.

Trudności powstały również już na etapie rozdziału majątku klientów upadłego od majątku samej instytucji, co wymaga jednoznacznej identyfikacji praw do poszczególnych aktywów. Proces ten – z uwagi na konieczność analizy wszystkich zawartych umów i dokonywanych transakcji oraz zaangażowania wielu podmiotów – jest skomplikowany.

Ustalenia wymaga wielkość wszystkich powierzonych i niezamienionych na inne aktywa środków pieniężnych poszczególnych klientów oraz miejsce ich zdeponowania. Należy przy tym pamiętać, że część środków klientów znajduje się na rachunkach w innych podmiotach grupy, które same są przedmiotem postępowania upadłościowego. Nie jest więc możliwe na tym etapie postępowania odzyskanie tych kwot lub nawet ocena szansy ich odzyskania. Kolejną kwestią, która będzie utrudniać rozliczenia z klientami, jest to, że część środków klientów stanowiła zabezpieczenie ich ewentualnych zobowiązań wobec LBIE lub innych podmiotów grupy. Konieczne jest więc zbadanie, czy to zabezpieczenie powinno być utrzymane lub wykorzystane, a więc także współpraca pomiędzy licznymi podmiotami należącymi do LBHI.

Trudną sprawą będzie ustalenie wierzytelności klientów z tytułu aktywów niepieniężnych (np. papierów wartościowych czy instrumentów pochodnych). Wymaga to żmudnej analizy zawartych przez klientów kontraktów i wynikających z nich praw i zobowiązań. Pewne komplikacje niesie np. rozliczenie terminowych transakcji brokerskich. Dodatkowo, szacuje się, że w przypadku LBIE w skutek ogłoszenia upadłości ponad 140 tys. transakcji nie zostało zrealizowanych lub rozliczonych.

4.3. Wnioski płynące z upadłości Lehman Brothers

Według Davida Ereira, w Wielkiej Brytanii upadłość LBIE pokazała, że brytyjskie prawo niewystarczająco reguluje proces upadłościowy banku inwestycyjnego. Obowiązujące przepisy są odpowiednie jedynie dla instytucji bankowej przyjmującej głównie depozyty, a której upadłość jest procesem mniej skomplikowanym. Dla kontrastu wskazano, że w Stanach Zjednoczonych obowiązują odrębne regulacje dla podmiotów działających w obszarze usług brokerskich (the Securities Investment Protection Act 1970), które w postępowaniach likwidacyjnych nadają pierwszeństwo działaniom zmierzającym do zwrotu klientom ich aktywów przed działaniami związanymi z zaspokajaniem roszczeń do masy upadłości. W USA stworzono także specjalny fundusz na potrzeby zaspokajania roszczeń stron trzecich w przypadku błędnego przypisania i zwrotu aktywa przez likwidatora.

Jak ocenia David Ereira, do skomplikowania i dezorganizacji w początkowym etapie postępowania wobec LBIE przyczynił się także brak przygotowywania instytucji do decyzji o upadłości, która została ogłoszona niespodziewanie. Skutkowało to m.in. wieloma zawieszonymi lub nierozliczonymi transakcjami pomiędzy klientami, podmiotami grupy i ich kontrahentami. Ponadto część transakcji i aktywów została przypisana i rozliczona błędnie. Stąd rodzi się postulat, by istotne instytucje finansowe miały stosowne plany postępowania na wypadek takiej sytuacji.

PODSUMOWANIE

Upadłość Lehman Brothers Holding Inc. i innych podmiotów grupy Lehman Brothers oceniana jest jako największa jaka miała miejsce w sektorze finansowym. Z uwagi na globalny obszar działania, mnogość podmiotów działających w grupie, szeroki wachlarz świadczonych usług i ogromną liczbę codziennie dokonywanych transakcji likwidacja grupy Lehman Brothers jest ogromnym i skomplikowanym przedsięwzięciem. W proces ten jest zaangażowanych wiele osób i środków.

Upadłość Lehman Brothers spowodowała, że nastąpiła zmiana podejścia rynków finansowych (a także ich klientów) do niektórych klas ryzyka. Zaczęto dostrzegać niektóre, dotychczas lekceważone lub niedocenione, klasy ryzyka (np. ryzyko operacyjne związane z wymogami formalnymi banków przy udzielaniu kredytów). Oczekiwane jest także, że jednym ze skutków upadku Lehman Brothers będzie jeszcze większa regulacja rynku bankowego, ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka płynności. Dalsze zmniejszenie ryzyka prowadzonej przez banki działalności, prawdopodobnie będzie skutkowało jednak systemowym obniżeniem ich rentowności.

Bibliografia

Ereira D., *What happens when an Investment Bank fails?*, prezentacja w ramach seminarium pt. *Instytucja finansowa w kryzysie – przypadek Lehman Brothers*, Warszawa, 27 kwietnia 2009 r.

Interview with David Ereira, Law and Financial Markets Review, March 2009, s. 108–111.

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.

Lehman Brothers International (Europe) In Administration, Joint Administrators' progress report for the period 15 September 2008 to 14 March 2009; 14 April 2009.

PricewaterhouseCoopers „Frequently Asked Questions and Communications”, www.pwc.co.uk