

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

**VZROKI IN POSLEDICE PROPADA INVESTICIJSKE
BANKE LEHMAN BROTHERS**

Ljubljana, december 2017

MATEVŽ JERIN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Matevž Jerin, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vzroki in posledice propada investicijske banke Lehman Brothers, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Darjo Peljhan

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ZGODOVINA BANKE LEHMAN BROTHERS	2
2 DOGODKI PRED STEČAJEM BANKE LEHMAN BROTHERS	4
3 VZROKI ZA PROPAD BANKE LEHMAN BROTHERS	8
3.1 Repo 105 transakcije v banki Lehman Brothers	10
3.2 Kršitev zakona Sarbanes-Oxley	11
3.3 Porast cen ter ukrepi za lažjo dostopnost do stanovanjskih nepremičnin	11
3.4 Pomanjkanje transparentnosti	12
4 DOGODKI PO STEČAJU IN ODZIVI REGULATORJEV	15
5 REŠEVANJE FINANČNIH INSTITUCIJ TER ZLORABA RAČUNOVODSKIH STANDARDOV V BANKI LEHMAN BROTHERS	19
6 POSLEDICE KRIZE V SLOVENIJI	21
SKLEP	21
LITERATURA IN VIRI	23

KAZALO TABEL

Tabela 1: Stanovanjski cilji, ki jih je oddelek za stanovanja in urbani razvoj postavil Fannie Mae in Freddie Mac	12
--	----

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz gibanja cene delnice Lehman Brothers v zadnjem letu obstoja	4
---	---

UVOD

Lehman Brothers, 161 let stara banka, ki je preživela državljansko vojno, veliko depresijo in dve svetovni vojni, ni vzdržala špekulacijskega balona z nepremičninskimi vrednostnimi papirji, ki ga je napihovala sama skupaj z drugimi mogočnimi hišami Wall Streeta. Razlika je bila le v tem, da so druge banke našle pomoč pri ameriški vladi, ki je nekaj dni po propadu Lehman Brothers leta 2008 začela denar namenjati zavarovalnici American International Group (v nadaljevanju AIG) ter ustanovila 700 milijard dolarjev vreden sklad za reševanje finančne industrije.

Finančna kriza, začeta v Ameriki leta 2007, se je hitro razširila tudi na druge dele sveta. Krize, tako finančne kot gospodarske sta se od razvitejših držav v večji meri izognili le Kitajska in Indija. Ves ostali razviti svet pa se je za nekaj let znašel v recesiji in negativni gospodarski rasti.

Namen naloge je spoznati ključne razloge za težave, v katere je zabredla banka Lehman Brothers, odzive vodstva banke s ciljem razrešitve začetnih problemov in ocenitev pravilnosti odzivov vodstva. Nadalje je cilj spoznati in oceniti nadaljnje ukrepe vodstva banke in njihovo učinkovitost in vlogo države pri reševanju težav banke Lehman Brothers ter odkriti in pojasniti razloge za zadržane odzive države in neuspela povezovanja banke z drugimi finančnimi subjekti doma in v svetu.

Proučil in analiziral bom hitro stopnjevanje težav banke Lehman Brothers, neuspešne poskuse vodstva za sanacijo in na koncu stečaj banke. Na osnovi izkušnje države Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA) s posledicami zloma banke Lehman Brothers bom proučil in navedel nadaljnje ukrepe države ZDA pri reševanju finančno-hipotekarnih subjektov, ki so se prav tako znašli pred zlomom.

Kot zadnje bom analiziral in proučil vpliv zloma banke Lehman Brothers in splošne finančne krize, ki je nastala po tem v ZDA in svetu, na gospodarstvo v ZDA, svetu in Sloveniji. Prav tako bom analiziral in proučil odzive vlad in finančnih regulatorjev, uvajanje novih mehanizmov za nadzor in spremljanje stabilnosti in finančne ustreznosti bank v Evropi in ZDA.

Predpostavljam, da je bil zlom tako velike in tradicionalne banke zelo pomemben ekonomski element, ki je močno vplival na finančno in gospodarsko sliko ZDA. Pri obravnavi problematike se bom osredotočil le na določeno obdobje. Obravnaval bom obdobje pred zlomom banke, ki se je zgodil leta 2008 in kratko časovno obdobje po zlomu. Dotaknil se bom tudi razmer v Sloveniji, ki so nastale po tem dogodku.

Pri zaključni strokovni nalogi bom uporabil več znanstvenih, raziskovalnih odnosno študijskih pristopov. Uporabil bom metodo deskripcije s študijem domače in tuje literature

in s katero bom opisoval posamezne pojme in dejstva. Za zbiranje in obdelavo podatkov bom uporabil statistično metodo. Tudi metoda komparacije – primerjanja, ki povzema spoznanja, stališča, sklepe in zaključke različnih avtorjev. Pri analizi vzrokov in posledic zloma banke Lehman Brothers bom uporabil različne dostopne podatke in tabele. Določene podatke o poslovanju banke na splošno in v posameznih segmentih bom prikazal s pomočjo tabel.

V prvem delu zaključne naloge bom na kratko predstavil zgodovino banke Lehman Brothers ter njen razvoj. Sledi osrednji del, kjer bom podrobno opisal dogodke pred stečajem banke Lehman Brothers ter vzroke za propad le-te. V zadnjem delu bom opisal dogodke po stečaju banke ter odzive regulatorjev na nastalo situacijo. Na koncu pa se bom še dotaknil zlorabe računovodskih standardov v banki Lehman Brothers ter na kratko napisal posledice, ki jih je imela globalna finančna kriza na gospodarstvo v Sloveniji.

1 ZGODOVINA BANKE LEHMAN BROTHERS

Leta 1850 so Henry Lehman in njegova brata, Emanuel in Mayer, ustanovili podjetje Lehman Brothers čigar glavna dejavnost je bila preprodaja bombaža. Podjetje je bilo v začetku locirano v Montgomery, Alabama, vendar se je moralo kasneje preseliti v New York, ki je po koncu Državlanske vojne (1865) postal središče trgovanja z bombažem. Leta 1884 je podjetje pričelo trgovati na novo nastajajočem trgu železniških obveznic ter začelo delovati kot finančno-svetovalno podjetje (Wechsberg, 1966, str. 233).

Tri leta kasneje je Lehman Brothers postal član newyorške borze. Leta 1899 je podjetje izvedlo svojo prvo javno ponudbo delnic podjetja International Steam Pump Company, vendar pa je šele leta 1906 to postalo njihova primarna dejavnost (Rostow, 1949, str. 633). Istega leta, pod vodstvom Philip Lehmana, se je podjetje »spoprijateljilo« z Goldman, Sachs & Co. z namenom na trg pripeljati General Cigar Co. V naslednjih dveh desetletjih je podjetje izvedlo skoraj sto prodaj novo izdanih delnic, veliko v sodelovanju z Goldman Sachs, med njimi tudi nekaj zelo pomembnih kot so npr., F.W. Woolworth Company, May Department Stores Company, Gimbel Brothers, itd. Leta 1929, ko se je začel kolaps borznih trgov, se podjetje domisli novih načinov, kako zagotavljati financiranje družbam v času Velike depresije. Podjetje je preživelo gospodarsko krizo tako, da se je osredotočilo na trg tveganega kapitala (Harvard University Library-Lehman Brothers Collection).

V 60. in 70.-ih letih 20. stoletja je veliko strank banke Lehman Brothers začelo poslovati v tujini. V želji zagotavljanja njihovih finančnih potreb je podjetje leta 1960 odprlo podružnico v Parizu. Temu sta sledili še odprtje podružnice v Londonu leta 1972 in leto kasneje v Tokyu. Leto 1969 je bilo za Lehman prelomno, saj je po 44 letih vodenja umrl patriarh podjetja Robert Lehman. To je bilo tudi prvič v zgodovini, ko je podjetje prevzela oseba, ki ni bila član družine in sicer Pete Peterson leta 1973. Pod vodstvom Petersona, ki je postal predsednik in izvršni direktor, podjetje prevzame Abraham & Co. Naraščajoča mednarodna

prisotnost podjetja je bila še bolj okrepljena z združitvijo z Kuhn, Loeb & Co. Tako je nastalo podjetje Lehman Brothers, Kuhn, Loeb inc., ki je bilo četrta največja investicijska banka v ZDA, takoj za Salomon Brothers, Goldman Sachs in First Boston. Peterson je Lehman Brothers popeljal od izgube do rekordnih dobičkov, ki so si sledili pet let zapored in s tem postavil banko v sam vrh investicijsko-bančne panoge (Harvard University Library-Lehman Brothers Collection).

V začetku 80-ih let 20. stoletja so nesoglasja med investicijskimi bankirji in trgovci (ki so bili zaslužni za večino dobička, ki ga je ustvarjala banka) prisilila Petersona, da je razglasil Lewis Glucksmana kot drugega izvršilnega direktorja v banki. Glucksman je vpeljal številne spremembe, ki so stopnjevale pritisk v podjetju kar je kaj kmalu pripeljalo do odhoda nekaterih ključnih bankirjev v podjetju in pa tudi Petersonovega odstopa z mesta izvršilnega direktorja. Zaradi teh sprememb je bil Glucksman prisiljen v prodajo Lehmana. Leta 1984 je Shearson/American express, ki se je ukvarjala predvsem z bančnim posredništvom, prevzela in k sebi priključila Lehman Brothers za 360 milijonov dolarjev. Tako je 11. maja leta 1984 nastalo podjetje Shearson Lehman/American Express. Štiri leta kasneje pa je prišlo do nove združitve in sicer z E.F. Hutton & Co in tako nastanek Shearson Lehman Hutton Inc (Geisst, 2001, str. 78).

Leta 1993 se je American Express začel oddaljevati od bančnih in posredniških dejavnosti in tako naslednje leto na javni ponudbi proda banko kot Lehman Brothers Holdings Inc. Navkljub govoricam, da se bo banka ponovno priključila drugi banki, je Lehman pod vodstvom takratnega predsednika in izvršnega direktorja Richard S. Fuld Jr.-ja poslovala več kot dobro. Leta 2000 Lehman Brothers praznuje 150 letnico ustanovitve podjetja. Prav tako pa se pridruži Standart & Poor's (v nadaljevanju S&P) 100 indeksu, kjer njihova delnica prvič v zgodovini doseže ceno 100 dolarjev. Leta 2001 je podjetje prevzelo finančne posle Cowen&Co. dve leti za tem pa še finančni podjetji Crossroads Group in pa Neuberger Berman (Plumb & Wilchins, 2008).

Avgusta 2007, zaradi slabih tržnih razmer v hipotekarnem prostoru in posledično nujnega zmanjšanja sredstev in kapacitet na hipotekarnih trgih, je podjetje na 23. lokacijah zaprlo pisarne, ki so bile zadolžene za izdajanje drugorazrednih hipotekarnih posojil kar je privedlo do odpustitve 1.200 zaposlenih. Tudi zaradi tega se je vrednost »dobrega imena« podjetja zmanjšala za 27 milijonov dolarjev. Naslednje leto se je kriza na nepremičninskem trgu še stopnjevala, kar je pripeljalo do novih izgub podjetja in sicer v višini 2,8 milijarde dolarjev, ter prisililo Lehmana v prodajo sredstev v vrednosti 6 milijard dolarjev.

V samo prvi polovici 2008 je vrednost delnice banke Lehman Brothers padla za kar 73 %. Avgusta 2008 so iz podjetja sporočili, da bodo v naslednjem mesecu odpustili 6 % ali 1.500 zaposlenih. 9. septembra 2008, na dan, ko je ameriška vlada sporočila, da se nimajo namena vključevati oziroma finančno kakorkoli pomagati družbi Lehman Brothers, je ameriški indeks Dow Jones izgubil 300 točk. Naslednji dan je banka objavila izgubo v višini 3,9

milijarde dolarjev in njihov namen prodati večinski delež v Neuberger Berman. Na ta dan je vrednost delnice padla še za dodatnih 7 %. Kljub številnim pogajanjem za reševanje Lehmana, ki so se dogajali 13. in 14. septembra z Ameriško centralno banko (angl. *Federal Reserve – FED*), Bank of America, Barclays itd, je družba Lehman Brothers Holdings Inc. 15. septembra vložila predlog za stečaj podjetja (Harvard University Library-Lehman Brothers Collection).

Slika 1: Prikaz gibanja cene delnice Lehman Brothers v zadnjem letu obstoja



Vir: D. Drew, Lehman Bros Almost Shut Down in 1960s, 2014.

Slika 1 nam prikazuje gibanje vrednosti delnice Lehman Brothers skozi zadnje leto podjetja in pa njen umik iz borze 15. septembra 2008, ko družba napove stečaj.

2 DOGODKI PRED STEČAJEM BANKE LEHMAN BROTHERS

V nadaljevanju bom predstavil dogodke pred stečajem banke. Tako kot Wall Street, so tudi finančni trgi širom sveta doživljali velike pretrese v obdobju pred stečajem Lehmana. Prvi znaki krize so se pojavili že aprila 2007, ko je v ZDA bankrotirala prva večja hipotekna ustanova z imenom »New Century Financial Corporation«. Posledično so se zaostriili pogoji posojanja denarja na finančnem trgu, kar je izničilo vso dodatno likvidnost, ki je bila v sistem vbrizgana po 11. septembru 2001. Razlog za začetek finančne krize je bilo padanje cen nepremičnin (Štiblar, 2008, str. 92).

Septembra 2007 je z navalom na banko (množični dvig bančnih vlog zaradi negotovih razmer na trgu kar jposledično pripelje do tega, da banka ostane brez gotovine, angl. »*bank run*«) v težave prišla britanska banka Northern Rock, ki je potrebovala likvidnostno pomoč Angleške banke (Bank of England). Kljub temu, da so centralne banke ZDA, Velike Britanije (v nadaljevanju VB) ter Nemčije že namenile stotine milijard za ustavitev padanja cen nepremičnin, se to ni zgodilo (Štiblar, 2008, str. 92).

Začelo se je marca 2008 z zelo hitrim prevzemom takrat 5. največje investicijske banke Bear Stearns preko banke JP Morgan Chase ter vse do kolapsa banke Lehman Brothers v septembru (Flaaten, 2009, str. 8). Banka Bear Stearns je bila marca 2007 ovrednotena na 18 milijard dolarjev, le leto za tem pa jo, kot je bilo zgoraj omenjeno, prevzame JP Morgan Chase za zgolj 240 milijonov dolarjev. Prevzem je bil podprt s strani Ameriške centralne banke, ki je izdala posojilo v višini 29 milijard dolarjev za kritje izgub (Flaaten, 2009, str. 13).

Težave za Bear Stearns, ene izmed največjih zavarovalnic hipotekarnih obveznic v državi, so se začele, ko so vrednostni papirji, ki so temeljili na stanovanjskih posojilih začeli izgubljati vrednost. Konec poletja 2007 sta dva izmed skladov Bear Stearns bankrotirala, kar je za banko pomenilo velikansko izgubo. Posledično je Bear Stearns decembra istega leta izdalo prvo negativno četrtletno poročilo v svoji 80. letnici delovanja (Flaaten, 2009, str. 13). Marca 2008, po vikendu intenzivnih pogajanj, je Ameriška centralna banka odobrila posojilo v vrednosti 29 milijard dolarjev, kar je olajšalo prevzem s strani JP Morgan Chase. Vrednost delnice na dan prevzema je znašala zgolj 2 dolarja (Flaaten, 2009, str. 13). Na trgu je bila prisotna velika negotovost glede postopkov in kriterijev za morebitna nadaljna vladna posredovanja za preprečitev propada finančnih institucij.

Glavni izvršni direktor banke Lehman Brothers, Richard S. Fuld Jr., ki je bil v podjetju zaposlen že skoraj 40 let, je že sredi julija 2008 začel prejemati vprašanja glede stanja v sami banki. Vrednost delnice podjetja je padala, dolg se je povečeval, investitorji pa so kazali vedno večjo zaskrbljenost. Situacija je vedno bolj spominjala na dogodke, ki so se odvijali 4 mesece prej v banki Bear Stearns (Flaaten, 2009, str. 9–10).

Fuld je hotel, da bi se banka preoblikovala iz investicijske v poslovno banko a je bil poizkus neuspešen saj je bil takratni predsednik Ameriške centralne banke, Timothy F. Geithner, mnenja, da takšna odločitev nebi rešila Lehmanovih težav. Poleg tega pa je tudi nasprotoval ideji o preobrazbi investicijske banke v holding podjetje (Flaaten, 2009, str. 10). Že približno leto dni pred stečajem Lehmana, je predsednik Fuld iskal različne možnosti za rešitev banke, kot so združitev z konkurenčno banko, iskanje morebitnih investitorjev v Aziji in pa celoten odkup družbe. Vendar pa nobena izmed zgoraj navedenih možnosti ni prinesla željenih rezultatov, saj so izgube pri poslovanju z drugorazrednimi hipotekami že dodobra pretresle trg (Flaaten, 2009, str. 10). Padec banke Bear Stearns pa je zadevo na finančnih trgih, predvsem za investicijske banke, le še poslabšal. Lehman je že maja 2008 začel

pogovore o morebitni združitvi z angleško banko Barclays Capital, prav tako pa je bil v kontaktu z južnokorejsko Development bank o morebitni strateški investiciji v banko. Ko so informacije o Lehmanovem pomanjkanju kapitala prišle v javnost, se je vrednost njihove delnice sesula. JP Morgan Chase, primarni trgovec poslov banke Lehman Brothers, je že v preteklem mesecu od Lehmana zahteval več denarja, ki bi služil kot jamstvo za opravljanje zelo tveganih poslov, ki jih je JP Morgan izvajal v Lehmanovem imenu (Flaaten, 2009, str. 11).

Teden dni pred propadom so bili vodilni v Lehmanu prepričani, da imajo dva potencialna kupca in sicer Bank of America ter angleško banko Barclays (Flaaten, 2009, str. 11). Prva je od Ameriške centralne banke zahtevala posojilo v vrednosti 65 milijard dolarjev za kritje Lehmanovih slabih sredstev. Čeprav je bil znesek, ki ga je Bank of America zahtevala dvakrat večji, kot tisti ki ga je Ameriška centralna banka namenila reševanju banke Bear Stearns, so ta znesek pri Bank of America pojasnjevali tako, da gre preprosto za večjo banko (Flaaten, 2009, str. 11). Pri angleški banki Barclays pa so, po navajanju Flaaten (2009, str. 11), od Ameriške centralne banke zahtevali zagotovilo, da se stanje do zaključka prevzema ne bo še poslabšalo.

Teden dni preden je Lehman objavil stečaj, 7. septembra 2008, sta bili instituciji, ki sta imeli v lasti polovico nepremičninskih hipotek, Fannie Mae in Freddie Mac, rešeni s strani ameriške vlade. To reševanje velja za eno največjih v zgodovini ZDA. Henry Paulson, takratni ameriški finančni minister, je to reševanje opravičeval z razlago, da sta Fannie Mae in Freddie Mac z svojo zadolženostjo prevelika sistemska grožnja finančni stabilnosti. Štiblar (2008, str. 92) navaja, da so omenjeni instituciji pred tem privatizirali, zasebni lastniki pa so ju nato pripeljali do bankrota.

Kot glavni razlog, da vlada poseže v finančni sistem in s tem nudi pomoč finančnim institucijam Flaaten (2009, str. 20) navaja, da je cena zaščite institucij pred propadom manjša od zunanjih koristi, ki bi jih bili deležni v primeru nestabilnosti v bančnem sistemu z možnostjo razširitve na celotno gospodarstvo. Na kratko povedano, zaščita institucij, ki so sistemske pomembne ohranja makroekonomsko stabilnost. Sistemsko tveganje je posebej značilno za finančne sisteme (Flaaten, 2009, str. 20). Pri tem velja omeniti tako imenovani »učinek domin« (angl. *domino effect*), kjer se šok ene institucije ali trga prenese na druge. Institucije, katere so prizadete v »drugem krogu« (to so tiste institucije, ki jih prvotni šok ni prizadel ampak jih je doletel »učinek domin«) propadejo kot posledica prvotnega šoka, čeprav so bile predhodno solventne. Ta pojav imenujemo »okužba« (Flaaten, 2009, str. 21).

Sistemski dogodek lahko pripelje do zamrznitve plačilnega prometa in pa zmanjšanja razpoložljivosti kredita, kar posledično predstavlja negativni učinek za celotno gospodarstvo, ki se kaže v povečani brezposelnosti ter zmanjšani proizvodnji. Zagovorniki vladnega reševanja trdijo, da je posredovanje zaželeno in nujno, v upanju da se izognemo

negativnim posledicam in neučinkovitosti trga, in tako ohranimo makroekonomsko stabilnost (Flaaten, 2009, str. 25).

Vlada ima po navajanju Flaaten (2009, str. 27) več možnosti kako pristopiti k problemu reševanja finančnih institucij in sicer, kot prvo »storiti ničesar«, kot drugo »rešiti določene institucije« in kot tretje »rešiti vse«. V primeru izbire zadnjih dveh možnosti ima vlada na voljo številne različne posege. Možnosti, ki jih nudi širši pristop pri reševanju bank, kot v primeru Lehman Brothers, so naslednje: »storiti ničesar« in pustiti finančno institucijo propasti, če ni sposobna najti ustrezne pomoči na trgu, kot na primer, dokapitalizacija, prodaja, združitev, pridobiti nova posojila ali pa kakšen drugi možen način, da se izogne stečaju.

Postavlja se vprašanje, kaj bi lahko vlada naredila v primeru Lehman, ko je že bilo jasno, da je banka insolventna in da ji grozi stečaj. Kot prva izmed možnosti se navaja podpora (angl. *backstop*) združitvi s pomočjo garancij za slaba sredstva (angl. *guarantee for toxic assets*). Ta metoda je bila že uporabljena pri reševanju banke Bear Stearns, ko je vlada ustvarila tako imenovane posebne gospodarske entitete (angl. *Special Purpose Vehicle* – SPV) na katere je nakazala skoraj 29 milijard dolarjev za odkup slabih sredstev ter posodila banki JP Morgan Chase 1 milijardo dolarjev. To lahko razumemo kot zagotavljanje podpore kapitala (Flaaten, 2009, str. 33).

Naslednji možen pristop je zagotavljanje direktnega posojila (angl. *provide a direct loan*). Tak pristop je bil uporabljen v primeru zavarovalnice AIG, le dan po objavi stečaja banke Lehman Brothers. Pri reševanju AIG je Ameriška centralna banka izdala dve-letno posojilo v višini 85 milijard dolarjev v zameno pa dobila tako imenovane nakupne bone (angl. *warrants*) z možnostjo pretvorbe v navadne delnice. Tako je vlada prišla do skoraj 80 % lastništva omenjene zavarovalnice (Flaaten, 2009, str. 33).

Kot tretji pristop je nakup delnic banke Lehman Brothers, tako imenovana nacionalizacija (v ZDA poznana kot *conservatorship*), kar pomeni prevzem zasebne lastnine s strani države. Ta možnost se navaja kot najbolj verjetna, v primeru, da bi se vlada odločila za reševanje Lehmana (Flaaten, 2009, str. 33).

Takratni predsednik banke Lehman Brothers, Fuld, je hotel banko razdeliti na dobro in slabo banko. Hotel je »izločiti« (angl. *spin off*) vse Lehmanove poslovne in stanovanjske nepremičnine, katere so predstavljale največji problem v banki, v novo podjetje, imenovano SpinCo. To bi pomagalo zmanjšati izpostavljenost slabih sredstev v banki. Vendar pa so bile pri tem težave, saj bi se omenjena entiteta lahko ustanovila šele januarja 2009, kar pomeni 4 mesece prepozno. Potrebovali bi dodatno financiranje za kritje izgub, ki bi se zelo verjetno pokazale v entiteti SpinCo, če bi se vrednost sredstev še naprej zmanjševala. Omenjena pomoč bi morala priti s strani vlade ali pa od ostalih bank, ki sestavljajo Wall Street. Kot je bilo že povedano, pomoči ni nudila nobena stran (Flaaten, 2009, str. 34).

3 VZROKI ZA PROPAD BANKE LEHMAN BROTHERS

Dejavniki, zaradi katerih je šel Lehman v stečaj so po mnenju Azadinamina (2012, str. 2) naslednji:

- trg kreditne zamenjave (angl. *Credit Default Swaps – CDOs*);
- napačno prikazovanje finančnih izkazov (zavajanje);
- kompleksna struktura banke;
- nizki standardi ter
- neetično ravnanje vodilnih managerjev.

Napačno prikazovanje finančnih izkazov kaže na zlorabo repo poslov in na uporabo le-teh v izkazih. S tem so navidezno izboljšali stanje banke. Poseben poudarek je namenjen zlorabi tako imenovanega postopka Repo 105.

Pri stečaju banke Lehman Brothers je bilo poglavitnih več vzrokov, in sicer pohlepni trgovci z Wall Streeta, dolgovi ameriških gospodinjstev, reakcija Ameriške centralne banke (Fed), bonitetne agencije ter nenazadnje tudi deregulacija (Azadinamin, 2012, str. 4). Le Maux in Morin (2011, str. 39) sta v svojem članku »Black and white and red all over: Lehman Brothers' inevitable bankruptcy splashed across its financial statements« izvedla analizo finančnih tokov, da bi ugotovila ali je bilo mogoče napovedati propad Lehmana. Njuna analiza pokaže znake finančnih težav, ki jih je bilo moč razbrati v finančnih izkazih banke Lehman Brothers v obdobju 2005–2007, in sicer:

- nezmožnost ustvarjanja denarja iz poslovanja;
- sistematične in masovne investicije v obratni kapital ter še bolj intenzivno investiranje v finančne instrumente;
- sistematična uporaba zunanjega financiranja (predvsem dolgoročni dolg) za pokritje operativnih primanjkljajev ter
- počasno slabšanje denarnih sredstev v treh zaporednih letih.

Banka je bila obtožena prodaje zavarovanih dolžniških obveznosti (angl. *Collateralized Debt Obligations – CDOs*) svojim strankam in upravljanjem tako imenovane »kratke pozicije« (angl. *Short Position*, kar pomeni, prodaja izposojene dobrine, valute ali vrednostnega papirja z upanjem da bo le ta izgubil vrednost) s katerima je učinkovito zmanjševala vrednost teh vrednostnih papirjev. Prav tako se je s tem ukvarjala banka Goldman Sachs in hkrati nudila pomoč Lehmanu (Azadinamin, 2012, str. 4).

Lehmanova izpostavljenost drugorazrednim hipotekam je pojasnjena kot nevarnost za banko. Naložbe v drugorazredne hipoteke in hipotekarno zavarovane vrednostne papirje so nosile nevarnost, da bi lahko bile odpisane sredi krize (Azadinamin, 2012, str. 4). Večji del

drugorazrednega dolga je bil preoblikovan v zavarovane dolžniške obveznosti katere so bile nato na trgu tudi prodane. Veliko skladov in nosilcev naložb je močno investiralo v te vrednostne papirje, kasneje pa so ugotovili, da so nelikvidni zaradi neplačil na trgu hipotekarnih posojil. Po mnenju Azadinamina (2012, str. 5) je »drugorazredna kriza« (angl. *subprime crisis*) sprožila vsesplošno krizo na ameriškem finančnem področju, ki se začela poleti leta 2007 in se kmalu zatem tudi razširila na nefinančna področja.

Rast ključnih obrestnih mer, katere je določala Ameriška centralna banka, ter vedno manjše povpraševanje po nepremičninah sta glavna povzročitelja neplačevanja kar je posledično pripeljalo v nelikvidnost. Te napake so kasneje vplivale tudi na področje »listninjenja« (angl. *securitization vehicles*), ki je namenjeno združitvi sredstev z majhno stopnjo likvidnosti ter njihovi prodaji, v ta namen ustanovljeni, specializirani entiteti. Bistvo listninjenja je v tem, da varnost tako izdanih vrednostnih papirjev ni odvisna od plačilne sposobnosti določenega podjetja (zasebnega ali javnega), ampak od pričakovanega bodočega denarnega toka premoženja, ki služi kot kritje (Žgavec, 2008, str. 2).

Nicholls (2011, str. 43) navaja nekaj vprašljivih dejanj vodilnih v Lehmanu:

- uporaba računovodske tehnike Repo 105;
- regulativa;
- vrednotenje in vprašanja finančnega razkritja;
- praksa nagrajevanja vodilnih ter
- Lehmanova interakcija z vlado.

Regulacijski in nadzorni organi finančne sektorja ne morejo biti edini preprečevalec krize. V nekaterih primerih lahko zakonodaja ali regulativa celo zaostri takšno krizo. Model samostojnega investicijskega bančništva (angl. *The independent investment banking model*), ki je tako spektakularno pogorel v krizi, se je pojavil kot produkt nelogične omejitve zakona Glass-Steagall (Nicholls, 2011, str. 48–49). Zakon je omejil poslovanje poslovnih bank z vrednostnimi papirji ter sodelovanje med poslovnimi bankami in borzo vrednostnih papirjev.

Poročilo, ki ga je izdal pravni strokovnjak Anton R. Valukas marca 2010, razkrije obsežno računovodsko manipuliranje, ki se je dogajalo znotraj banke, kar je tudi v veliki meri vplivalo na stečaj Lehmana. Pokazala se je sistematična uporaba »*window dressing*« (pomeni dejanja, ki so bila ali niso bila storjena pred izdajo finančnih izkazov z namenom prikazati uspešnejše poslovanje podjetja) bilance stanja z tako imenovano tehniko Repo 105. Ta metoda je Lehmanu omogočila odpis približno 50 milijard dolarjev obveznosti iz bilance junija 2008 ter umetno zmanjšala svoje neto dolgove na trgu zavarovanih posojil. Negativni denarni tokovi, ki jih je banka imela pred stečajem, so povzročili, da Lehman ni mogel izpolnjevati takratnih obveznosti. Prav tako je imela banka težave z zaupanjem saj ji je vrsta poslovnih pogojev pustila velik delež nelikvidnih sredstev z upadajočo vrednostjo predvsem v stanovanjskih in poslovnih nepremičninah (Azadinamin, 2012, str. 6).

Le Maux in Morin (2011, str. 42) verjameta pravnim strokovnjakom, ki trdijo, da so vodilni v Lehman Brothers namenoma manipulirali z podatki v finančnih izkazih. Prav tako verjameta, da so revizorji v Ernst & Young namenoma spregledali manipulacije v bilančnem stanju daljnega leta 2000. Revizorji so vedeli za Lehmanovo pretirano uporabo Repo 105 a tega vladi, bonitetnim agencijam ter investitorjem niso hoteli razkriti.

Le Maux in Morin (2011, str. 42) trdita, da je sicer uporaba Repo 105 v skladu z ameriškimi računovodskimi standardi, vendar pa je šlo v tem primeru za zavajanje. Uporabljali so tudi različne tehnike za zmanjševanje finančnega vzvoda. Sheme, ki jih je Lehman domnevno izdal z uporabo Repo 105 so tako imele ogromen vpliv na bilančno stanje, saj so zniževale vrednost njihovih obveznosti. Imele so tudi manjši vpliv na izkaz poslovnega izida – banka ni priznala repo transakcij kot posojil (Azadinamin, 2012, str. 6–7).

3.1 Repo 105 transakcije v banki Lehman Brothers

Repo (angl. *repurchase agreement*) je sporazum o ponovnem odkupu. Repo transakcije so bile v preteklosti uporabljene v podjetjih z namenom upravljanja denarja na kratek rok. V Lehmanu pa so bile transakcije narejene z namenom prikazovanja uspešnejšega bilančnega stanja kot je v resnici bilo. Tradicionalne repo transakcije po navadi vključujejo investicijsko banko, ki izda stranki visoko likvidne vrednostne papirje v zameno za denar. So preprosti finančni dogovori, ki se obračunavajo kot zavarovana posojila. V primeru, da investicijska banka ne more poravnati dolga, posojilodajalec preprosto proda vrednostne papirje in tako pride do denarja. Denar, ki ga banka prejme od stranke se po pravilih vrne v bližnji prihodnosti z obrestno mero 2 %. Tako banka tudi dobi nazaj prej izdane vrednostne papirje. Repo 105 je agresivna in zavajajoča metoda, ki je bila v Lehmanu uporabljena za začasen izbris vrednostnih papirjev in slabih terjatev z razlogom izboljšanja četrletnega finančnega poročila. Transakcije so bile namesto posojil zabeležene pod prodajo (Jeffers, 2011, str. 46).

Vse se je začelo z Lehmanovo nabavo obveznic preko »posebne finančne enote« (angl. *Special Financing Unit*), ki so jih kasneje prenesli na podružnico locirano v Londonu. Sledi potek dogajanja, kot ga opisujeta Wilchins in DaSilva (2010) v banki Lehman Brothers:

- 1. korak: Lehman Brothers kupi državno obveznico od neke druge banke preko posebne finančne enote Lehman Brothers v ZDA;
- 2. korak: Tik pred zaključkom četrletja finančna enota v ZDA prenese obveznice na Londonsko podružnico imenovano Lehman Brothers International (Europe);
- 3. korak: Londonska podružnica proda sredstva stranki in se obveže, da jih bo v začetku naslednjega četrletja odkupila po višji ceni. Ta cena znaša vsaj 105 %;
- 4. korak: denarna sredstva, ki so jih prejeli so bila porabljena za poplačilo Lehmanovih obveznosti;

- 5. korak: z zmanjšanje sredstev in obveznosti je četrtletni finančni izkaz videti uspešnejši s tem pa tudi razmerje tveganja investicije. Ta razmerja so bila nato posredovana regulatorjem, investitorjem in širši javnosti;
- 6. korak: v začetku četrtletja, z uspešnim finančnim izkazom, Lehman pridobi posojila od bank in drugih posojilnic ter
- 7. korak: nekaj dni za tem Lehman Brothers Holding odkupi vrednostne papirje od podružnice v Londonu po ceni 105 % vrednosti sredstev.

3.2 Kršitev zakona Sarbanes-Oxley

SOX se imenuje po sestavljavcih: Paul S. Sarbanesu, senatorju v ZDA in Michael G. Oxleyju, ameriškem kongresniku. Namen zakona je naveden v samem naslovu: »Zakon za točno in zanesljivo računovodsko poročanje korporacij naložbenikom ter drugim uporabnikom računovodskih poročil v skladu z zakoni o vrednostnih papirjih«. Sarbanes-Oxley je bil uzakonjen v pravo leta 2002 kot posledica propada Enrona in WorldComa ter vsesplošnega porasta računovodskih škandalov (Vincenti, 2007, str. 13–14).

Zakon je osnovan na podlagi povrnitve zaupanja investitorjem, povečanja zanesljivosti in natančnosti finančnega poročanja, izboljšati sistem korporativnega upravljanja, izboljšanje vsebine ter pravočasnost zahtev po razkritjih, povečati vpliv neodvisnih direktorjev ter izboljšati kontrolo notranjih postopkov (Abdullah, Al-Jafari, & Kourabi, 2011, str. 45).

Kot sem že omenil, Repo 105 je zakonit postopek vse dokler njegov namen ne postane škodljivo vplivati na finančno stanje. Vodilnim v Lehmanu sledijo visoke finančne sankcije ter prestajanje zaporne kazni, saj so bili popolno seznanjeni z dejstvom, da se je repo 105 uporabljal zgolj za zavajanje javnosti. Vednost vodilnih o zavajanju in računovodskih škandalih je dokaz o kršenju zakona Sarbanes-Oxley (Azadinamin, 2012, str. 9).

3.3 Porast cen ter ukrepi za lažjo dostopnost do stanovanjskih nepremičnin

Dolgo obdobje nizkih obrestnih mer je pripeljalo do nenormalnega povečanja cen nepremičnin. Od marca 1997 pa do junija 2006 se je stanovanjski indeks cen Case-Shiller (angl. *Case-Shiller national index of real estate prices*) iz meseca v mesec povečeval. V istem obdobju je povprečna cena nepremičnine zrasla za 12,4 %. Stopnja kratkoročne dolžniške obveznosti (angl. *T-Bill rate*) je med januar 2002 in januar 2004 v povprečju znašala 1,3 % medtem, ko je bilo povprečje v preteklih 40. letih 6,1 % (Zingales, 2008, str. 3).

Leta 2004 je »oddelek za stanovanja in urbani razvoj« (angl. *Department of Housing and Urban Development – HUD*) spodbujal Fannie Mae in Freddie Mac, da omogočita večje

financiranje ter lažjo dostopnost do stanovanjskih nepremičnin predvsem tistim kupcem, ki bi to bila njihova prva nepremičnina. Postavil je tudi cilje, ki so bili izraženi kot odstotek od skupnega števila hipotek, ki sta jih Fannie Mae in Freddie Mac kupila z namenom financiranja enodružinskih in poslovnih poslopij na metropolitanskem območju za osebe z nizkim/povprečnim dohodkom. Za nedoseganje teh ciljev ni bilo predvidenih nobenih kazni, tako da je »oddelek za stanovanja in urbani razvoj« konstantno izvajal politični pritisk (Zingales, 2008, str. 6–7).

Tabela 1: Stanovanjski cilji, ki jih je oddelek za stanovanja in urbani razvoj postavil Fannie Mae in Freddie Mac

Stanovanjski cilji	Postavljeni cilj	Uspešnost FANNIE MAE	Uspešnost FREDDIE MAC
Nizek do zmeren dohodek (v %)	52,00	55,06	54,00
V mestnih središčih, podeželju in drugih poseljenih območjih (v %)	37,00	41,43	42,27
Nizkocenovna stanovanja (v %)	22,00	26,28	24,28
Nizkocenovna več-družinska stanovanja (v milijardah USD)			
Fannie Mae	5.49	10.39	12.32
Freddie Mac	3.92		

Vir: U.S. Department of Housing and Urban Development. (2006). Affordable housing goals and subgoals performance results for Fannie Mae and Freddie

3.4 Pomanjkanje transparentnosti

Po navajanju Zingalesa (2008, str. 11) je bilo pomanjkanje transparentnosti na trgu velik razlog za nastanek krize. Trg zamenjav kreditnega tveganja je skozi zadnjih 10 let nenadzorovano zrasel iz skoraj ničle na 44 bilijonov dolarjev – več kot dvakratna vrednost borznega trga v ZDA. Stopnja jamstva na te pogodbe je bila zelo nizka ali pa celo ni obstajala, kar je predstavljalo grožnjo propadu sistema. Kot primer je Zingales (2008, str. 11) podal, če bi na sredini sezone hurikanov v Floridi lastniki stanovanj izgubili stanovanjska zavarovanja bi se le-ti »zagnali« kupiti nova zavarovanja, kar bi predstavljalo veliko povečanje povpraševanja.

Glede na to, da je zavarovanje na kratek rok količinsko omejeno, bi se cene le-teh povzdignile do neba. V primeru, da si lastniki nepremičnin teh cen nebi mogli privoščiti, se jim njihova nepremičnina odvzame in posledično se začne nepremičninska kriza. To je eden izmed razlogov zakaj je zavarovalni trg reguliran.

Situacija na trgu zamenjav kreditnega tveganja bi bila podobna, če bi velikan, kot je AIG, postal plačilno nesposoben. Velike poslovne banke so močno izpostavljene zamenjavi kreditnega tveganja. Kljub potencialnemu sistemskemu efektu je trg zamenjav kreditnega tveganja totalno nereguliran (Zingales, 2008, str. 11).

Enako velja za trg vrednostnih papirjev zavarovanih s hipoteko. V letu 2007 je bilo neporavnanih, v vrednosti izraženo, skoraj 6 bilijonov hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev. Po navajanju Zingalesa (2008, str. 12) je bil velik problem ugotavljanje lastništva (kdo ima kaj v lasti). Kompleksnost tako imenovanih »prepakiranih hipotek« (angl. *repackaged mortgages*) je ta, da majhno odstopanje v predvidenih stopnjah neplačevanja lahko povzroči velike razlike (od 0 pa vse do 50 centov na dolar) v njihovi vrednosti. Pomanjkanje informacij o vrsti in vrednosti premoženja bank je trg prisililo v neposojanje denarja le-tem, saj je bil strah pred izgubo denarja zaradi neplačila prevelik. Pogosto uporabljen kazalec nenaklonjenosti posojanja denarja je razlika med londonsko medbančno obrestno mero (angl. *London Interbank Offered Rate – LIBOR*) in »prekonočnim indeksom zamenjave« (angl. *overnight indexed swap – OIS*) z isto zapadlostjo. Pred začetkom krize je bilo večletno povprečje razlike teh dveh kazalcev 11 točk. Avgusta 2007 je ta razlika znašala več kot 50 točk, v sredini septembra pa celo več kot 90 točk (Zingales, 2008, str. 12).

Flaaten (2009, str. 14) ugotavlja, da so za krizo drugorazrednih hipotek pomembni naslednji trije dejavniki: »povečanje listninjenja« (angl. *increased securization*), »neusklajena zapadlost« (angl. *maturity mismatch*) ter »finančni vzvod« (angl. *Leverage*).

»Povečanje listninjenja« je prvi izmed dejavnikov, ki so pripomogli k nastanku krize drugorazrednih hipotek. Model »*originate-and-distribute*« je bankam omogočil odpis dolga iz bilančnega stanja, kar pomeni, da so lahko še naprej izdajale posojila. Pri tem modelu banke »prepakirajo« (angl. *repackage*) posojila, ki jih nato prenesejo na finančne vlagatelje – z drugimi besedami, odstranijo tveganje iz svoje bilance stanja. Model »*originate-and-distribute*« pride do izraza, ko banka ustvarja tako imenovane »strukturirane« (angl. *structured*) proizvode kot so naprimer zavarovane dolžniške obveznosti. Banka ustvari raznolik portfolijo hipotek, terjatev iz naslova kreditnih kartic ter ostalih vrst posojil in ga nato razdeli na različne niše ter proda investitorjem pod različno stopnjo tveganja (Flaaten, 2009, str. 14).

Listninjenje in strukturirani proizvodi so postali hrbtenica finančnih operacij. Vrednostni papirji, ki so rezultat listninjenja, so postali zelo popularni iz več razlogov. Eden izmed teh je, da si na nekaterih denarnih trgih in pokojninskih skladih lahko investiral samo v vrednostne papirje s stopnjo AAA. Listninjenje pa je ta problem odpravilo. Drugi razlog je bil, da bankam ni bilo potrebno v bilančnem stanju prikazovati tako imenovanega »denarja za nujne primere« (angl. *backstops*), kar jim je omogočilo sprejemati večje tveganje kakor jim regulativa dovoljuje (Flaaten, 2009, str. 15).

Naslednji dejavnik nastanka krize je »neuskrajena zapadlost«. Banke so povečevale financiranje svojih sredstev z kratkoročnim dolgom kar je posledično povečevalo njihovo izpostavljenost ob morebitni »zamrznitvi« na trgu kratkoročnega financiranja. Investitorji preferirajo kratkoročna sredstva saj jim to omogoča hitro prodajo le-teh v primeru, da sami potrebujejo denar. Hipoteke ter investicijski projekti imajo daljšo dobo zapadlosti, in sicer od nekaj let do celo desetletij. To predstavlja problem »neuskrajene zapadlosti« – finančne institucije imajo dolgoročne obveznosti katere financirajo z kratkoročnim dolgom (Flaaten, 2009, str. 16).

»Neuskrajena zapadlost« je bila delno prenešana na tako imenovan »bančni sistem v senci« (angl. *Shadow banking system*) – sistem, sestavljen iz naložbenih nosilcev, ki niso vključeni v bilanco stanja banke. Izven bilančni naložbeni nosilci se pogosto navezujejo na posebne gospodarske entitete, katerih namen je zbiranje sredstev z prodajo kratkoročnih in srednjeročnih zapisov (angl. *notes*) – doba zapadlosti od 90 dni do enega leta. Izven bilančne gospodarske entitete investirajo v dolgoročna sredstva s prodajo kratkoročnih papirjev kar pomeni, da so izpostavljene likvidnemu tveganju. Kot primer navaja; nevarnost, da bi investitorji prenehali z nakupovanjem zavarovanih komercialnih zapisov, kar bi pomenilo da entitete ne morejo poravnati svojih kratkoročnih dolgov (Flaaten, 2009, str. 17).

»Neuskrajena zapadlost« v primeru bilančnega stanja investicijske banke je posledica financiranja s kratkoročnimi sporazumi o ponovnem odkupu oz. repo posli. Repo pogodba pomeni, da si banka izposodi denar s prodajo sredstev pri tem pa se zaveže, da jih bo v bližnji prihodnosti odkupila nazaj. Porast v repo-financiranju se kaže predvsem v tako imenovanih »prekonočnih repo pogodbah« (angl. *overnight repo contracts*) – število sklenjenih repo poslov se je od leta 2000–2007 skoraj podvojilo (Flaaten, 2009, str. 17).

Kot tretji dejavnik Flaaten (2009, str. 17) navaja »povečan finančni vzvod«. Finančni vzvod je razmerje med dolgom in lastnim kapitalom. Kot primer navaja, če ima investicijska banka razmerje finančnega vzvoda 20 (20–25 je povprečje za investicijske banke ; 10–12 je povprečje za poslovne banke) pomeni, da ima sredstva v vrednosti 200, ki so financirana z dolgom, ki je vreden 190 ter kapitalom 10.

Finančni vzvod v investicijski banki variira glede na vrednost njenih sredstev. Predpostavimo, da banka želi imeti konstanten finančni vzvod 10 – to pomeni, da ima lahko na 10 EUR (evro, v nadaljevanju €) kapitala; 100 € investicij, ki jih financira z 90 € dolga. V primeru, da vrednost sredstev zraste za 1 % in znaša 101 €, finančni vzvod pade na, izračun po enačbi (1):

$$101 \text{ €} / 11 = 9,18 \quad (1)$$

Vendar pa mora banka sedaj zaradi tega, ker stremi k konstantnemu finančnemu vzvodu 10 povečati svoj dolg, da se bo ponovno ujema s sredstvi. Tako mora kupiti dolžniške vrednostne papirje v vrednosti 9 €, izračun je po enačbi (2):

$$(101 \text{ €} + 9 \text{ €}) / 11 = 10 \quad (2)$$

V primeru padca cen sredstev pa je situacija ravno obratna, banka mora prodati dolžniške vrednostne papirje. Finančni vzvod v investicijskih bankah je višji v času gospodarskega razcveta in obratno, nižji v gospodarskem upadu (Flaaten, 2009, str. 18).

Stečaj banke Lehman Brothers bi bilo mogoče preprečiti, če nebi vodilni v banki sprejeli nepremišljenih in dvomljivih odločitev – pravilno oceniti kreditno sposobnost kreditojemalcev (Tebogo, 2012, str. 1). Za pravilno ocenitev kreditnejemu kreditne sposobnosti mora institucija, ki odobri kredit kritično oceniti kreditnejemu vrsto zaposlitve, zgodovino plačevanja kreditov, višino plače ter za kakšno vrsto finančne obveze pravzaprav gre. Takšna ocena nato pove ali je kreditnejemu upravičen do kredita ali ne. Lehman Brothers je to klasično pravilo bančništva kršil v dveh točkah.

Prvič, banka ni dobro preučila svojih kreditnejemu ter tako posojala denar ljudem, ki si tega niso mogli privoščiti oziroma niso bili kreditno sposobni. V finančnem žargonu tem osebam rečemo drugorazredni kreditnejemu.

Drugič, namesto, da bi Lehman posojal denar iz sredstev, ki so jih pridobili z depoziti njihovih strank so se v banki odločili za kratkoročno zadolžitev na repo trgu. To je pomenilo, da si je banka kratkoročno izposojala denar po visokih obrestnih merah, kreditnejemu pa posojala po relativno nizkih obrestnih merah na dolgoročni plan.

Sedaj je jasno, da je bilo Lehmanovo posojanje nepremišljeno, kar je za banko pomenilo še večjo dovzetnost za obveznosti (angl. *susceptible to liabilities*). Bankin vzorec posojanja je bil sestavljen predvsem iz drugorazrednih hipotekarnih posojil ter lažnih posojil (angl. *liar loans*) – to so hipoteke, ki so bile izdane na podlagi slabe ali pa neobstoječe dokumentacije. Namenjena so kreditnejemu, ki s težavo ustvarjajo prihodke – netradicionalen način prihodkov kot naprimer napitnine itd. Drugorazredna hipotekarna posojila so bila prilagojena milijonom Američanov, ki niso dosegali strogih zahtev za prvorazredna hipotekarna posojila – angl. *prime mortgages* (Tebogo, 2012, str. 13–14).

4 DOGODKI PO STEČAJU IN ODZIVI REGULATORJEV

Kljub poročilu sodišča leta 2010, ki prikazuje, da je šlo v primeru Lehman za »manipulacijo bilančnega stanja«, kar naj bi bilo tudi razvidno v elektronskih sporočilih, ki so si jih vodilni v podjetju pošiljali ter pričevanju zaposlenih v Lehmanu, ki so razkrili nepravilnosti, ki so se dogajale v banki, so se pri Ameriški Komisiji za vrednostne papirje in borzo (angl.

Securities and exchange commission, v nadaljevanju SEC) odločili, da ne bodo sprožili nobenih ukrepov proti Lehman Brothers (Robbins, 2012).

Ameriška centralna banka je s pomočjo davčnih organov sprejela številne ukrepe za obvladovanje krize v povezavi z finančnim in bančnim sistemom – tradicionalne in netradicionalne denarne ukrepe, stresni testi bank ter reševanje določenih bank in finančnih institucij.

Ameriška centralna banka je začela z tradicionalno denarno politiko – kar pomeni, da so ciljali na nižjo medbančno obrestno mero. Septembra 2007 je tako prišlo do znižanje medbančne obrestne mere za 0,5 odstotne točke in sicer iz 5,25 % na 4,75 %. Obrestno mero so še naprej vztrajno zmanjševali in tako je aprila 2008 znašala 2 %, decembra istega leta pa se je gibala na samo še 0–0,25 % (Mishkin, 2011, str. 11).

Lehmanov neuspeh in »kaskadni« škodljivi vplivi njegovega propada sta prisilila Ameriško centralno banko in ministrstvo za finance, da le dan po stečaju Lehman Brothers preprečita propad zavarovalnice AIG. Ameriški vladi so priporočili reševanje s pomočjo »vladnega programa za odkup problematičnih sredstev določenega podjetja« (angl. *The Troubled Asset Relief Program*, v nadaljevanju TARP). Po mnenju Greenbergerja (2010, str. 19) so te dogodki pokazali povezavo med nereguliranimi zunajborznimi (angl. *over the counter*, v nadaljevanju OTC) menjalnimi transakcijami in teorijo »prevelik, da bi padel«. Velik del davkoplačevalskega denarja, ki ga je vlada namenila reševanju zavarovalnice AIG je bilo porabljenega za plačilo izvedenih finančnih instrumentov nasprotnih strank (Greenberger, 2010, str. 19).

Vlade po vsem svetu so sprejele številne regulativne ukrepe zoper krize drugorazrednih hipotek in sicer, spremembo posojilnih praks, zaščita pred stečajem, sprememba davčne politike, bolj dostopna stanovanja oziroma hiše, kreditno svetovanje, ter obvezno licenco za posojilodajalce ter njihovo izobraževanje. Predpisi in smernice lahko vplivajo na stopnjo transparentnosti in učinkovitost regulatorjev o nadzoru kompleksnih finančnih instrumentov.

Predsednik Bush je 30. julija 2008 podpisal obširno zakonodajo o stanovanjski in gospodarski oživitvi (angl. *Housing and Economic Recovery act of 2008*). Zakonodaja je prestrukturirala uredbo o tako imenovanih »vladno sponzoriranih podjetjih« (angl. *Government Sponsored Enterprises*, v nadaljevanju GSE), kar je vključevalo 11 ameriških bank spozoriranih s strani vlade (angl. *Federal Home Loan Banks*, v nadaljevanju FHL banks), odobrene investicije finančnega ministrstva, nov program preprečitve zasega hipotek pod vodstvom Centralne stanovanjske administracije (angl. *Federal Housing Administration*, v nadaljevanju FHA), ter davčne odločbe podprte s strani ICBA (angl. *The Independent community Bankers of America*). Sledi nekaj primerov spremembe zakonodaje:

- višje omejitve posojil – povečati limit posojila za povprečne družine;
- stabilizacija GSE – uvajanje nove pristojnosti ter organov za stabilizacijo v primeru finančne krize;
- prestrukturiranje regulatorjev GSE – ustanovitev novega regulatorja in regulativnih zahtev za GSE;
- FHLBanks CFI (angl. *Community development financial institution*) program – sredstva v višini 1 milijarde dolarjev so namenjena posojilom za mala podjetja in kmetijske namene;
- reševalni načrt FHA – ustanovitev novega »upanje za imetnike stanovanj« (angl. *Hope for Homeowners*) programa za refinanciranje obstoječih posojilojemalcev;
- modernizacija FHA;
- obvezna licenca za posojilodajalce – vsedrjavno licenciranje in registrski sistem za ne-bančne posojilodajalce. Vprašanje se postavlja zakaj ne tudi ZA bančne?;
- sanacija zapuščenih in odvzetih domov;
- zakon o »resnici v posojanju« (angl. *Truth-in-Lending act – TILA*) – dodaja nove zahteve po razkritju hipotek ter
- davčne spodbude.

Kot odziv na krizo je SEC na ameriških trgih uvedel začasno prepoved nage kratke prodaje delnic 19-tih sistemsko pomembnih finančnih podjetij.

17. septembra je SEC izdal obširnejši zakonik proti nagi kratki prodaji s katerim je dal jasno vedeti, da nimajo nobene tolerance za tako imenovano agresivno prodajo na kratko. »Ustvarjalci trga« (oseba, ki stalno deluje na finančnih trgih za svoj račun, tako da je vedno pripravljen prodati in kupiti finančne instrumente iz sredstev lastnega kapitala in po cenah, ki ji sam opredeli – angl. *market makers*) niso več izjema tega pravila ampak bodo obravnavani tako kot vsi ostali udeleženci na trgu.

4. novembra 2008 so se volilni upravičenci v Južni Dakoti odločili za pobudo, imenovano »zakon o zaščiti malega investitorja Južna Dakota« (angl. *The South Dakota small investor protection Act*), s katerim bi v tej državi prepovedali nago kratko prodajo. Kljub nasprotovanju SIFMA (angl. *Securities Industry and Financial Markets Association*) jim je to kasneje uspelo.

Julija 2009 je SEC postavil pravilo, ki obvezuje posredovalnice, da morajo ob sklenitvi kratke prodaje si izposoditi ali kupiti vrednostne papirje. Ukrepi, katere je SEC sprejel, so pripomogli k zmanjšanju agresivne nage kratke prodaje za 50 % v manj kot letu dni.

19. septembra 2008 je ameriški finančni minister Hank Paulson predlagal »program za odkup problematičnih sredstev« na tako imenovanih »neslavnih treh straneh«. V njem je zahteval, da bi imelo ministrstvo za finance proste roke, brez odgovornosti do kongresa, pri

porabi 700 milijard dolarjev za nakup drugorazrednih hipotek finančnih institucij, ki so se znašle v težavah. Po začetnem nasprotovanju kongresa, ki je ta predlog 29. septembra tudi zavrnil, so 4 dni zatem, 3. oktobra z nekaj dodatnimi amandmaji predlog sprejeli (Mishkin, 2011, str. 7).

V prvi polovici 2009 se je stanje na finančnih trgih začelo izboljševati. Velika količina likvidosti je več kot očitno pripomogla k izboljšanju trga medbančnih posojil. Prav tako je z marcem 2009 začel okrevati tudi borzni trg, ki je v naslednjem letu zrasel za več kot 50 % (Mishkin, 2011, str. 15). Po navajanju Mishkina (2011, str. 15) je bil ključni element pri okrevanju finančnih trgov zahteva ameriškega finančnega ministrstva, ki je bila napovedana februarja 2009, da mora 19 največjih bančnih institucij opraviti SCAP (angl. *Supervisory Capital Assessment Program* – »program za nadzor kapitalske ustreznosti) ali tako imenovani stresni test. Stresni testi so bili vodeni s strani Ameriške centralne banke ter »urada glavnega kontrolorja valute« (angl. *Office of the Comptroller of the Currency*), njihov namen pa je bil nadzorno oceniti bilance stanja teh bank za zagotovitev nemotenega delovanja v primeru slabih makroekonomskih razmer. Osnovani so bili z namenom vpogleda v prihodnost ter zaznavo morebitne erozija kapitala (Mishkin, 2011, str. 15–16).

Fiskalne spodbude za neposredno povečanje agregatnega povpraševanja (celotna količina dobrin v nekem gospodarstvu, ki jo kupci pri dani ceni želijo kupiti), ki so jih sprejele številne države so bile pomemben korak v boju proti globalni finančni krizi. Obamova administracija je leta 2009 sprejela »zakon o okrevanju in reinvesticiji« (angl. *American Recovery and Reinvestment act of 2008*) s katerim je namenila 787 milijard dolarjev fiskalne pomoči za ublažitev krize – 288 milijard za znižanje davkov in 499 milijard dolarjev za povečanje vladne porabe. Kljub temu pa Mishkin (2011, str. 17) pojasnjuje, da so bili učinki tako imenovanega »paketa fiskalnih spodbud« mešani.

Avtorja moti predvsem počasnost uveljavljanja teh sprememb, saj so bile spodbude realizirane šele proti koncu leta 2009 in v začetku 2010, tako da so v začetnih mesecih 2009 imele fiskalne spodbude zgolj pomirjevalen učinek na finančni trg (Mishkin, 2011, str. 17). Za ne-depozitne banke, kot so investicijske banke in hipotekarne družbe, ne veljajo enake zahteve glede kapitalskih rezerv kot za depozitne banke. Veliko investicijskih bank je imelo omejen delež kapitalskih rezerv za primer upada hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev ali za podporo njihovega dela kreditnega tveganja pri izvedenih zavarovalnih pogodbah.

Dobitnik nobelove nagrade Joseph Stiglitz predlaga regulativo, ki naj bi omejila obseg dovoljenega finančnega vzvoda, s tem preprečila družbam, da bi postali »preveliki za propad« (angl. *too big to fail*) in jih hkrati razdelila v manjše entitete.

5 REŠEVANJE FINANČNIH INSTITUCIJ TER ZLORABA RAČUNOVODSKIH STANDARDOV V BANKI LEHMAN BROTHERS

Ameriška centralna banka je z zagotavljanjem likvidnosti rešila številne finančne institucije kot so Bear Stearns, AIG ter ameriška paradržavna podjetja Fannie Mae in Freddie Mac. Program za odkup problematičnih sredstev je bil sprva namenjen odkupu drugorazrednih hipotekarnih sredstev za pomoč finančnim institucijam, a je kaj kmalu postalo jasno, da dogovora o višini cene sredstev ne bo mogoče doseči. Posledično se je ministrstvo za finance odločilo, da bodo prek TARP-a »vbrizgali« kapital v finančne institucije ter tako še bolj direktno okrepili njihova bilančna stanja.

29. septembra 2008 je ameriško finančno ministrstvo ustanovilo »program začasnega jamstva za sklade denarnega trga (angl. *Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*), katerega namen je bil zaščita delničarjev, ki so aktivni na skladih denarnega trga – vrednost delnice ne more pasti pod 1 dolar.

14. oktobra FDIC, *Federal Deposit Insurance Corporation* (namen te vladne ustanove je zagotavljanje zavarovanja depozitov za vlagatelje), ustanovi »program začasnega zagotavljanja likvidnosti« (angl. *Temporary Liquidity Guarantee Program – TLGP*) s katerim, prvič, okrepijo zaupanje in spodbujajo likvidnost na medbančnem trgu posojil ter drugič, zmanjšajo stroške financiranja bank, tako da se bančna posojila za potrošnike in podjetja normalizirajo. Programa sta bila sprva predvidena, da bosta trajala do enega leta a so ju kasneje večkrat podaljšali (Mishkin, 2011, str. 16).

Iz propada banke Lehman Brothers, ki velja za največji propad institucije v zgodovini ZDA, se lahko veliko naučimo. Spreminjanje računovodskih praks in dodajanje novih metod predvidevanja nevarnosti sta dva poglavja, katera potrebujeta več pozornosti.

Lehman se je leta 2006 zavestno odločil slediti tako imenovani poslovni strategiji »višja rast« (angl. *higher-growth*). V želji, da dosežejo ta cilj, so spremenili način poslovanja iz nizko tveganega posredniškega modela v kapitalsko intenziven bančni model, ki pa je za razliko od prejšnjega sistema od njih zahteval nakup in shranjevanje sredstev.

Neuskkljenost med kratkoročnim in dolgoročnim dolgom in nelikvidne investicije so Lehman Brothers prisilile v nenehno prerazporejanje dolga, kar je povzročilo veliko poslovno tveganje. Tako je bil Lehman primoran v dnevno izposojanje stotine milijard. V upanju, da dosežejo višjo rast niso imeli druge izbire, kot, da agresivno ciljajo na visoko stopnjo prihodkov. Ta nedosegljiv cilj jih je pripeljal do bilančnega stanja, ki je izgledal tako, 700 milijard dolarjev sredstev na aktivih in 25 milijard dolarjev kapitala ter 675 milijard

dolarjev obveznosti na pasivi. Ta neizvedljiva strategija je s seboj potegnila še večje tveganje saj je bilo večina sredstev dolgoročnih ter slabo likvidnih (Azadinamin, 2012, str. 12–13).

Ko so v Lehmanu uvideli, da cilja strategije višje rasti ne bodo dosegli, se je vodstvo banke odločilo za uporabo dvomljive ali celo skorumpirane računovodske praske za dosego le tega. Neobičajna uporaba repo 105 poslov je bil samo eden od nepravilnih praks, ki jih je Lehman uporabil za prikazovanje uspešnejših finančnih izkazov. Kot je bilo že omenjeno so Repo 105 posli zakoniti, vendar pa jih je Lehman Brothers uporabljal na nenavaden in neetičen način z namenom pridobitve novih posojil ter prikaza uspešnejšega poslovanja. Prav zaradi takšnih zlorab računovodskih standardov jih je potrebno spremeniti in onemogočiti vsakakršen poskus nepravilne in neetične prakse (Azadinamin, 2012, str. 13). Azadinamin (2012, str. 14) navaja, da je potrebno pravičnost in uspeh podjetja oceniti na podlagi vsebine prikazov, ne pa le iz podanih razmerij v njih.

Revizijski standardi določajo, da mora revizorjeva presoja med drugimi temeljiti na, prvič, izbrana in uporabljena računovodska načela so splošno sprejeta, drugič, računovodska načela, ki so v danih okoliščinah primerna, ter tretjič, finančni izkazi, skupaj z ustreznimi pojasnili, informirajo o zadevah, ki lahko vplivajo na njihovo uporabo in razumevanje. Azadinamin (2012, str. 14) nadaljuje, da je delovanje podjetja brez likvidnostnih težav eden izmed pomembnejših faktorjev ocenjevanja finančnih odločitev. Raziskava iz 2010 je pokazala, da določena razmerja in številke kot naprimer likvidnost, dobičkonosnost ter denarni tok iz finančnih izkazov, nimajo večjega pomena pri izdaji revizorjevega mnenja. Glavni pokazatelj uspeha pri revizorjih je solventnost.

Vlagatelji, upniki ter vlada so zelo zainteresirani v prepoznavanje finančne situacije v določenem podjetju zato je revizorjevo poročilo pomembno.

Čeprav so finančna razmerja pomembna pri napovedovanju morebitnih priložnosti in nevarnosti, ki lahko na podjetje vplivajo v bližnji prihodnosti, niso edini pokazatelj uspeha podjetja. Za korporacijsko kulturo, ki je bila v primeru Lehman Brothers v celoti spregledana, Azadinamin (2012, str. 15) navaja, da je etična kultura morda največja, ko se pojavi nepričakovan dogodek.

Čeprav se določeni finančnih instrumenti, ki jih je Lehman uporabljal za prikazovanje svojih finančnih izkazov navezujejo primarno na panogo finančnih storitev, se dogodki o upravljanju podjetij, ki nam jih je uprizoril Lehman, navezujejo na vse organizacije. Vsi vpleteni s pomembno vlogo v procesu finančnega poročanja nebi smeli uporabiti računovodskih pravil z namenom zamegljevanja (angl. *obfuscate*) finančnih transakcij. Kot vzporednica temu pravilu, če transakcija nima ekonomske vsebine in služi zgolj kot prikrievanje resnice (angl. *window-dressing*) v računovodskih izkazih, bi ustrezna razkritja prekinila nadaljne izvajanje transakcije (Azadinamin, 2012, str. 15).

6 POSLEDICE KRIZE V SLOVENIJI

Zaradi globalne povezanosti finančnih trgov je bilo že nekaj mesecev po izbruhu krize v Združenih državah Amerike moč čutiti prve posledice in negativne vplive krize tudi v Evropi. Majhen domač trg zahteva vpetost izvoza slovenskih podjetij na mednarodne trge, kar pomeni odvisnost domačega gospodarstva od izvoza. Prav zaradi tega so se gospodarske razmere kmalu poslabšale tudi pri nas. Države, ki so uvažale slovenske izdelke so zaradi recesije zmanjšale naročila, kar se je neposredno odrazilo v proizvodnji slovenskih podjetij, ki izvažajo v tujino. Tako so bila na primer, zaradi zmanjšanja povpraševanja po avtomobilih v Evropi, podjetja, ki so bila dobavitelj komponent za avtomobilsko industrijo prisiljena zmanjšati proizvodnjo in začela so se odpuščanja delavcev. Najbolj na udaru je bila avtomobilska industrija, kovinska industrija in gradbeništvo (v gradbeništvu je težave povzročilo padanje cen nepremičnin). V državi smo, odkar se je pojavila finančna in gospodarska kriza sprejeli že vrsto ukrepov, s katerimi smo poskušali omiliti posledice krize in se boriti proti širjenju negativnih vplivov le-te. Sprejeti so bili ukrepi za pomoč gospodarstvu, finančnemu sektorju, prebivalstvu, varčevalni ukrepi za stabilizacijo javnih financ, ukrepi za povečanje pritoka sredstev v proračun in vrsta drugih ukrepov ter reform, s katerimi bi povečali konkurenčnost države in zmanjšali primanjkljaj (Štiblar, 2008, str. 145).

SKLEP

Finančno-gospodarska kriza leta 2007 se je v ZDA začela na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil. Povod za nastanek so bili ugodni posojilni pogoji, ki so pripeljali do povečanja povpraševanja po nepremičninah, kar pa je posledično pripeljalo tudi do povečanja cen nepremičnin. Situacija se je stopnjevala do te mere, da posojilojemalci niso bili sposobni odplačevati obrokov nepremičnin, kar je pripeljalo do ustavitve rasti cen nepremičnin in kasneje tudi strmo upadanje cen le-teh. Tako je prišlo do gospodarske krize – pok nepremičninskega balončka, ki se je kasneje razširila tudi na finančni trg.

Za propad banke Lehman Brothers je bilo ključnih več vzporednih dejavnikom, ki so banko pripeljali do največjega stečaja v zgodovini ZDA. Dvomljive ali celo skorumpirane računovodske praske, ki jih je banka uporabljala nikakor nebi bile uspele na dolgi rok, če bi bili etični standardi, ki so jih prakticirali vodilni managerji banke ter revizorji, na višjem nivoju. Pravtako so bili postopki Repo 105 uporabljeni z namenom prikaza boljšega finančnega stanja banke, kot je sicer v resnici bilo, saj so tako zadovoljili investitorje in posojilodajalce. Kompleksna struktura Lehmana je pripomogla k tem, da so vodilni managerji prirejali zakone v svojo prid. Brez kakršnega dvoma lahko rečemo, da je bil Sarbanes-Oxleyev zakon namenoma kršen, razlog za to pa je bil prikaz boljših finančnih izkazov ter položaja podjetja. Vodilni managerji banke so se k tem metodam zatekli, ko niso več mogli doseči željene rasti in napredka, katerega so v preteklosti načrtovali.

Glavni signal pomanjkljivosti v Lehmanu so bili neto negativni izkazi denarnih tokov, kljub temu pa revizorji niso uspeli najti povezave med izkazi denarnih tokov z bilanco stanja ter izkazu poslovnega izida. Revizorji niso prepoznali, da negativni izkazi denarnih tokov odražajo dejansko finančno stanje banke. To nas pripelje do ugotovitve, da so imele takratne analitične in ocenjevalne metode preveč pomanjkljivosti – Lehman Brothers je izrazil dokaz le-tega.

Propad banke Lehman Brothers je imel drastičen učinek, kakršnega ni pričakoval nihče. Negativnih posledic ni pustil zgolj na ekonomiji pač pa tudi na celotni družbi ter poslednično izgubi zaupanja v finančne institucije in kulturo podjetja.

Kot je napisal Greenfield (2010, str. 35), »moramo se vprašati, kdaj bodo podjetja in njihovi vodilni managerji ugotovili, da njihove aktivnosti lahko pomembno vplivajo na oblikovanje družbe«. V vsakem primeru pa je potrebno izboljšati standarde in etično kulturo revizorjev, managerjev in bonitetnih agencij za preprečevanje tovrstnih situacij.

LITERATURA IN VIRI

1. Abdullah, K., Al-Jafari, M., & Kourabi, F. (2011, 15. junij). The Effect of Sarbanes- Oxley Act (SOX) on Corporate Value and Performance. *European Journal Of Economics, Finance & administrative Sciences*, (33), 42–55.
2. Azadinamin, A. (2012, 12. avgust). The bankruptcy of Lehman Brothers: Causes of Failure & recommendations going forward. Najdeno 18. decembra 2015 na spletnem naslovu https://www.researchgate.net/publication/230687440_The_Bankruptcy_of_Lehman_Brothers_Causes_of_Failure_Recommendations_Going_Forward
3. Drew, D. (2014, 12. februar). Lehman Bros Almost Shut Down in 1960s. Najdeno 10. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.dark-bid.com/lehmanbros.html>
4. Flaaten, G. (2009). *A casualty of constructive ambiguity?* Bergen: The University of Bergen – Department of Comparative Politics.
5. Geisst, C. R. (2001). *The Last Partnerships: Inside the Great Wall Street Money Dynasties*. New York: McGraw-Hill.
6. Greenberger, M. (2010). *The role of Derivatives in the financial crisis*. Maryland: University of Maryland School of Law.
7. Greenfield, H. (2010, 1. december). The decline of the best: An insider's lessons from Lehman Brothers. *Leader To Leader*, 2010(55), 30–36.
8. Harvard University Library-Lehman Brothers Collection. (b.l.). *History of Lehman Brothers*. Najdeno 3. decembra 2015 na spletnem naslovu <https://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html>
9. Jeffers, A. E. (2011, 7. julij). How Lehman Brothers Used Repo 105 to Manipulate Their Financial Statements. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu http://t.www.na-businesspress.com/JLAE/JeffersAE_Web8_5_.pdf
10. Le Maux, J., & Morin, D. (2011, 4. november). Black and white and red all over: Lehman Brothers' inevitable bankruptcy splashed across its financial statements. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.ijbssnet.com/journals/Vol_2_No_20_November_2011/6.pdf
11. Mishkin, F. (2011, 27. oktober). Over the cliff: from the subprime crisis to the global financial crisis. Najdeno 20. decembra 2015 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1949310
12. Nicholls, C. (2011, 1. marec). The market for Lehmans: The report of the bankruptcy examiner for Lehman Brothers Holdings Inc. Najdeno 3. decembra 2015 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1824445
13. Plumb, C., & Wilchins, D. (2008, 15. september). Lehman CEO Fuld's hubris contributed to meltdown. *Reuters*. Najdeno 4. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/us-lehman-backstory-idUSN1341059120080914>
14. Robbins, C. (2012, 24. maj). SEC will do nothing to punish Lehman Brothers Execs. *Gothamist*. Najdeno 4. decembra 2015 na spletnem naslovu http://gothamist.com/2012/05/24/sec_will_do_nothing_to_punish_lehma.php

15. Rostow, E.V. (1949, 1. januar). The Cravath Firm and Its Predecessors, 1819–1947. Najdeno 10. decembra 2015 na spletnem naslovu http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3160&context=fss_papers
16. Štiblar, F. (2008). *Svetovna kriza in Slovenci. Kako jo preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC, ZRC SAZU.
17. Tebogo, B. (2012, 16. maj). The failure and collapse of the Lehman Brothers. The Learning Village. Najdeno 11. decembra 2015 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060758
18. U.S. Department of Housing and Urban Development. (2006, 11. oktober). Affordable housing goals and subgoals performance results for Fannie Mae and Freddie. Najdeno 10. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://archives.hud.gov/news/2006/pr06-136.cfm>
19. Vincenti, D. (2007). The Effective and Essential Relationship Between the Internal Audit Group and the Audit Committee. Najdeno 4. decembra 2015 na spletnem naslovu https://muhariefeffendi.files.wordpress.com/2010/01/cica_audit_committee_rev_1_4_07-iaa.pdf
20. Wechsberg, J. (1966). *The Merchant Bankers – Pocket Books*. New York: Simon and Schuster.
21. Wilchins, D., & DaSilva, S. (2010, 12. marec). Graphic: How “Repo 105” Worked. *Reuters*. Najdeno 11. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://blogs.reuters.com/unstructuredfinance/2010/03/12/graphic-how-repo-105-worked/>
22. Zingales, L. (2008, 6. oktober). Causes and effects of the Lehman Brother's bankruptcy. Najdeno 4. decembra 2015 na spletnem naslovu https://www.researchgate.net/publication/251802804_Causes_and_Effects_of_the_Lehman_Brothers_Bankruptcy
23. Žgavec, S. (2008). *Listninjenje v slovenskem pravnem sistemu* (diplomsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.