



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

Η Κατάρρευση της Lehman Brothers

ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ ΜΠΑΛΦΟΥΣΙΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2013

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο «Η ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ ΤΗΣ LEHMAN BROTHERS», έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας

Όνοματεπώνυμο Μπαλφούσια Παναγιώτα

Ημερομηνία 2/12/2013

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα ενός συστήματος, μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα δημόσιο αγαθό το οποίο συμβάλλει στη συλλογική ωφέλεια της οικονομικής δραστηριότητας, δεδομένου ότι το κόστος κρίσης επεκτείνεται σε ολόκληρο το φάσμα της οικονομίας. Η πρόσφατη όμως διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε την ανάγκη ύπαρξης βασικών μεταρρυθμίσεων προκειμένου να διασφαλιστεί η ενίσχυση της σταθερότητας, η ύπαρξη ρευστότητας, η διαφάνεια και η αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να μελετήσει την κατάρρευση της Αμερικανικής Επενδυτικής Τράπεζας Lehman Brothers, τα αίτια και τους λάθος χειρισμούς της ανώτατης διοίκησης που οδήγησαν στην αίτηση πτώχευσης στις 15 Σεπτεμβρίου 2008. Ξεκινάμε την ανάλυσή μας με μια ιστορική αναδρομή της Επενδυτικής Τράπεζας, η οποία καταλήγει στη σημαδιακή ημερομηνία της 15^{ης} Σεπτεμβρίου 2008. Στη συνέχεια, εξετάζουμε τα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης για να επικεντρωθούμε στα αίτια κατάρρευσης της Lehman Brothers. Γίνεται εκτενής αναφορά των πρακτικών που χρησιμοποίησε προκειμένου να χειραγωγήσει τον Ισολογισμό και τον Δείκτη Μόχλευσης, στην προσπάθειά της να ανατρέψει την κατάσταση. Αξίζει να σημειωθεί ότι στις 9 Ιουνίου του 2008, μόλις τρεις μήνες πριν την κήρυξη πτώχευσής της, ανακοίνωσε ρευστότητα ύψους \$45 δις, την μεγαλύτερη στα χρονικά της. Ενώ δύο μόλις ημέρες πριν την κατάρρευσή της, στις 12 Σεπτεμβρίου του 2008, η επενδυτική τράπεζα είχε στην πραγματικότητα λιγότερα από \$2 δις άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Ουσιαστικά, δεν είχε επαρκή ρευστότητα να ανοίξει τις επιχειρήσεις της την Δευτέρα 15 Σεπτεμβρίου 2008, όπου και κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Τέλος, παρουσιάζεται η σημασία της ύπαρξης ενός ρυθμιστικού πλαισίου για την εύρυθμη λειτουργία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αναπτύσσεται ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή με εξέχοντα ρόλο παρουσιάζοντας παράλληλα την Επιτροπή της Βασιλείας και των Συμφώνων της Βασιλείας I, II και III. Μέσα από την ανάγνωση αναδύεται η σημαντικότητα του ρόλου που διαδραματίζουν τα εν λόγω Σύμφωνα, παρέχοντας κατευθυντήριες γραμμές οι οποίες μπορούν να προσαρμοστούν από τις εποπτικές αρχές κάθε χώρας με σκοπό να καθορίσουν τις ρυθμιστικές πολιτικές που εφαρμόζουν.

Σημαντικοί Όροι : Lehman Brothers, Μόχλευση, Repo 105, Χρηματοπιστωτική κρίση, Έλλειψη διαφάνειας, Πτώχευση

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της πτυχιακής μου εργασίας ολοκληρώνεται ο κύκλος των μεταπτυχιακών μου σπουδών στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιά "Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη - Executive MBA". Για το λόγο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που συνέβαλαν στην διεκπεραίωσή της.

Αρχικά θέλω να ευχαριστήσω τον πατέρα μου, που αν και δυστυχώς δεν είναι εν ζωή, ήταν ο άνθρωπος ο οποίος με δίδαξε ότι η παιδεία και η μόρφωση αποτελεί στοιχείο που σε ακολουθεί σε όλους τους τομείς της μετέπειτα πορείας σου και σου δίνει τα εφόδια να ξεχωρίζεις από το πλήθος και να μετατρέπεις σε ιδιαίτερη προσωπικότητα. Συνοδοιπόρος στο ταξίδι που χάραξε ο πατέρας μου, αναφορικά με τη σημασία και τη σπουδαιότητα της μόρφωσης, εξακολουθεί να αποτελεί η μητέρα μου η οποία με την επιμονή, την ενθάρρυνση αλλά και τη στήριξή της έκανε αυτό το ταξίδι των μεταπτυχιακών μου σπουδών, ευχάριστο, ουσιώδες και αξέχαστο.

Θα ήθελα να εκφράσω τις ιδιαίτερες ευχαριστίες μου, στους καθηγητές μου των οποίων το ενδιαφέρον και η προθυμία με εμπλούτισαν με περαιτέρω εφόδια και γνώση και συντέλεσαν στην επιτυχή ολοκλήρωση των σπουδών μου.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένεια που έχω δημιουργήσει τον τελευταίο χρόνο και ειδικά στο γιο μου, ο οποίος αποτελεί αστείρευτη πηγή έμπνευσης, αισιοδοξίας, υπομονής και επιμονής σε οτιδήποτε κάνω.

Αφιερώνεται στον άντρα και στο παιδί μου, στην δική μου οικογένεια.

Παναγιώτα Μπαλφούσια

Πειραιάς, 2013

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελ.
Πίνακας 1: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers 31/12/2007	41
Πίνακας 2: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά την πραγματοποίηση ενός Συνηθισμένου Συμφώνου Επαναγοράς	41
Πίνακας 3: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers κατά τη λήξη ενός Συνηθισμένου Συμφώνου Επαναγοράς	42
Πίνακας 4: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά τη πραγματοποίηση ενός Συμφώνου Επαναγοράς "Repo 105"	43
Πίνακας 5: Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά τη μείωση των Υποχρεώσεων της, μέσω της Ρευστότητας του "Repo 105"	44
Πίνακας 6: Σύγκριση Καθαρού Δημοσιευθέντος και Πραγματικού Δείκτη Μόχλευσης της Lehman Brothers	47
Πίνακας 7: Σύνολο Συναλλαγών Επαναγοράς Repo 105/107 της Lehman Brothers	47
Πίνακας 8: Πυλώνες Εφαρμογής του Συμφώνου της Βασιλείας II	60
Πίνακας 9: Οφέλη και Κόστη του Συμφώνου της Βασιλείας II	61

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελ.
Διάγραμμα 1: Η εξέλιξη των Αμερικανικών Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου (1994-2006)	25
Διάγραμμα 2: Εκτεταμένη χρήση των Συμφώνων Επαναγοράς "Repo 105" και "Repo 108" στα τέλη των δημοσιευθέντων τριμήνων	45

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
Περίληψη	1
Ευχαριστίες	2
Κατάσταση Πινάκων	3
Κατάσταση Διαγραμμάτων	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	7
Κεφάλαιο 1: Το χρονικό της μεγαλύτερης χρεοκοπίας στις ΗΠΑ	8
1.1: Ιστορική ανασκόπηση της επενδυτικής τράπεζας	8
1.2: Η Κατάρρευση	12
1.2.1: Έκθεση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων	12
1.2.2: Οι τελευταίοι μήνες	12
1.3: Το χρονικό της κρίσης	14
Κεφάλαιο 2: Χρηματοπιστωτική κρίση	19
2.1: Αίτια της κρίσης	19
2.1.1: Η κυριαρχία των νεοκλασικών αντιλήψεων	19
2.1.2: Παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες	20
2.1.3: Αμοιβές στελεχών	21
2.1.4: Μόχλευση	22
2.1.5: Τιτλοποίηση	23
2.1.6: Φούσκα ακινήτων	24
Κεφάλαιο 3: Αίτια κατάρρευσης της Lehman Brothers	26
3.1: Ο ηθικός κίνδυνος - The "too big to fail" problem	26
3.2: Έλλειψη εμπιστοσύνης από τους δανειστές	30
3.3: Έλλειψη ρευστότητας	36
Κεφάλαιο 4: Η πρακτική "Repo 105"	38
4.1: Χειραγώγηση του Ισολογισμού και του Δείκτη Μόχλευσης	39
4.2: Πραγματικοί Λόγοι χρήσης των Repo 105	39
4.3: Λογιστική Απεικόνιση των Συμφώνων Επαναγοράς Repo 105	40
4.4: Ο λογιστικός σκοπός του μεγαλύτερου κουρέματος	44
4.5: Συγκέντρωση της χρήσης των "Repo 105" και "Repo 108" στο τέλος κάθε τριμήνου	44
Κεφάλαιο 5: Έλεγχος και Εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ.	48
5.1: Ο ρόλος του ρυθμιστικού πλαισίου	48
5.2: Οι στόχοι του ρυθμιστικού πλαισίου	49

5.3: Η Επιτροπή της Βασιλείας	50
5.3.1: Το έργο της	50
5.3.2: Η Συμφωνία της Βασιλείας I (Basel I)	51
5.3.3: Η Συμφωνία της Βασιλείας II (Basel II): Το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας (The new Capital Framework)	54
5.3.4: Η Συμφωνία της Βασιλείας III (Basel III)	61
5.3.4.1: Η μετάβαση και η εφαρμογή	66
5.3.4.2: Τα αποτελέσματα της ολοκληρωμένης ποσοτικής μελέτης	66
5.3.4.3: Υιοθέτηση προτύπων ρευστότητας και στρατηγικής αξιολόγησης της εφαρμογής τους	68
5.3.4.4: Τα νέα ποσοτικά όρια	70
5.3.4.5: Η αντίδραση της Επιτροπής της Βασιλείας στις συνέπειες της κρίσης	72
5.4: Αξιολόγηση – ωφέλειες και κόστος από τη σταδιακή καθιέρωση των νέων κανόνων	73
Συμπεράσματα	74
Βιβλιογραφία	76

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 μία είδηση έπεφτε σαν βόμβα στα διεθνή χρηματιστήρια. Η ιστορική αμερικανική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers (με 158 χρόνια ζωής), η ναυαρχίδα της Γουόλ Στριτ, κατέθετε αίτηση πτώχευσης. Αμέσως οι αγορές πάγωσαν, οι τράπεζες κατέρρεαν και ο φόβος της γενικής διάλυσης όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος ήταν περισσότερο από ποτέ ορατός. Δηλώσεις όπως «Γίγαντες καταρρέουν, εν μια νυκτί, στις ΗΠΑ»¹ κάνουν το γύρο του κόσμου, ενώ μνήμες της αμερικανικής τραπεζικής κρίσης του '30 άρχισαν να ανασύρονται.

Η εξέλιξη αυτή, δεν ήταν ακριβώς «ξαφνική». Έξι ολόκληρους μήνες πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η Κεντρική Τράπεζα της Νέας Υόρκης είχαν ειδοποιηθεί για το μαγείρεμα των λογιστικών της βιβλίων. Χρησιμοποιώντας το λογιστικό τρικ Repo 105 η Lehman κατάφερε να αποκρύψει από τα οικονομικά της αποτελέσματα μεταβιβάσεις 50 δισ. δολαρίων και να εμφανίζεται υγιής στο επενδυτικό κοινό. Η τεχνική αυτή της επέτρεψε να πουλάει πακέτα χρηματοοικονομικών παραγώγων, τα οποία επαναγόραζε έπειτα από μερικές ημέρες. Φούσκωνε έτσι τις πωλήσεις της, ενώ ταυτόχρονα φαινόταν καθαρή από τοξικά χρεόγραφα.

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε το 2008 μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers φύτεψε στην ουσία τον σπόρο για τη σημερινή κρίση κρατικού χρέους. Είναι πλέον ξεκάθαρο ότι το οικοδόμημα που δημιουργήθηκε στον χρηματοπιστωτικό κλάδο πριν από το 2007 όταν ξεκίνησε η κρίση με τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ ήταν σαθρό. Οι τράπεζες επί της ουσίας, εκμεταλλευόμενες τα χαμηλά επιτόκια του δολαρίου, άρχισαν να προσθέτουν φθηνά στεγαστικά δάνεια, παρέχοντάς τα και σε δανειολήπτες που αδυνατούσαν να τα εξοφλήσουν χάνοντας, στην πορεία, τα σπίτια τους . Η καταστροφή στην αγορά κατοικίας είχε αλυσιδωτές επιπτώσεις όχι μόνο στις ΗΠΑ αλλά και παγκοσμίως. Συγκεκριμένα, μέσω της διαδικασίας «τιτλοποίησης» τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια είχαν διασπαστεί και είχαν μεταβιβαστεί σε κάθε λογής τράπεζα στις ΗΠΑ αλλά και στο εξωτερικό. Η παραπάνω συγκυρία άλλαξε τη διαδικασία άντλησης χρήματος των τραπεζών, οι οποίες από την παραδοσιακή άντληση χρήματος από τους καταθέτες (τα οποία στη συνέχεια δάνειζαν), με τη χρήση των τιτλοποιήσεων (και άλλων παρόμοιων

¹ Η Καθημερινή, «Γίγαντες καταρρέουν, εν μια νυκτί, στις ΗΠΑ, 16/09/2008

εργαλείων) αντλούσαν θεωρητικά απεριόριστα κεφάλαια από τις αγορές όπου τα δάνειζαν, δημιουργώντας μεγάλα ανοίγματα.

Το διάστημα που ακολούθησε από την κατάρρευση της Lehman Brothers, η οποία σηματοδοτεί και το σκάσιμο της «φούσκας» του υπερδανεισμού και προκάλεσε τη χειρότερη (μέχρι στιγμής) παγκόσμια κρίση μετά το κραχ του 1929, σημειώθηκαν σημαντικά βήματα στην εφαρμογή ενός συγκεκριμένου ρυθμιστικού πλαισίου που στοχεύει στην προστασία των χαρτοφυλακίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στη μεταβλητότητα των αγορών, των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και των λειτουργιών τους, με απώτερο στόχο τη συστημική προστασία.

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η ανάλυση χρεοκοπίας της Αμερικανικής Επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, η κατάρρευση της οποίας χρονολογείται κατά τη διάρκεια της μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009) και είχε ως αποτέλεσμα να προκληθούν αλυσιδωτές αντιδράσεις στο διεθνές τραπεζικό σύστημα. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός, ότι κατά τη διάρκεια της μακρόχρονης ιστορίας της κατάφερε να ανταπεξέλθει σε πολλές και διαφορετικές οικονομικές υφέσεις. Παρόλα αυτά, με μια σειρά αποφάσεων και χειρισμών, των ανώτατων στελεχών της Επενδυτικής τράπεζας, καθώς και η έλλειψη διαφάνειας στα δημοσιευθέντα οικονομικά αποτελέσματα της, έπαιξαν καταλυτικό ρόλο στην πτώχευση της, στις 15 Σεπτεμβρίου 2008.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Το χρονικό της μεγαλύτερης χρεοκοπίας στις ΗΠΑ

1.1 Ιστορική ανασκόπηση της επενδυτικής τράπεζας²

Τη διετία 2007-2009, οι Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκονται στα πρόθυρα της χειρότερης τραπεζικής κρίσης των τελευταίων 70 ετών και ο τρόμος για εκδήλωση καθολικού πανικού, τραπεζικών καταρρεύσεων, πτωχεύσεων και μαζικής ανεργίας υποχρεώνει τις νομισματικές αρχές σε πρωτοφανή μέτρα. Αρχικά, δρομολογήθηκε η διάσωση της Bear Stearns. Ακολούθησε η εθνικοποίηση της Fannie Mae και της Freddie Mac, των δύο μεγαλύτερων παρόχων στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ και του ασφαλιστικού κολοσσού AIG. Το πακέτο διάσωσης όμως, δεν ήρθε για την Lehman Brothers η οποία αφέθηκε να καταρρεύσει. Η πτώχευσή της είναι η μεγαλύτερη χρεοκοπία στην ιστορία των ΗΠΑ, με ενεργητικό που ανερχόταν στα 640 δισ. δολάρια. Η ιστορία της εκτυλίσσεται παράλληλα με την ιστορία των Ηνωμένων Πολιτειών και την ταχύτατη ανέλιξη προς την ευμάρεια και τη διεθνή κυριαρχία. Η επιχείρηση που 150 χρόνια αργότερα επρόκειτο να αναδειχθεί σε έναν παγκόσμιο χρηματοοικονομικό κολοσσό, ξεκίνησε ως κατάστημα γενικού εμπορίου στον αμερικανικό Νότο.

1850: Ο Henry Lehman, μετανάστης από τη Γερμανία, ανοίγει ένα μικρό κατάστημα γενικού εμπορίου στην Αλαμπάμα το 1844. Εξι χρόνια αργότερα, μπαίνουν στην εταιρία τα αδέρφια του Emanuel και Mayer και οι τρεις τους ιδρύουν το 1850 την επιχείρηση Lehman Brothers με έδρα στο Μοντγκόμερι.

1858: Το «χρυσό» προϊόν της εποχής ήταν το βαμβάκι και οι αδελφοί Lehman δέχονται βαμβάκι ως πληρωμή από τους ντόπιους αγρότες. Αγοράζουν βαμβάκι και δίνουν ρευστό ή εμπόρευμα και το 1858 ανοίγουν γραφεία συναλλαγής του προϊόντος στη Νέα Υόρκη, που ήταν το κέντρο συναλλαγών εμπορευμάτων της χώρας.

1860-1869: Ο εμφύλιος πόλεμος διαταράσσει τις επιχειρήσεις των Lehman και, όταν λήγουν οι εχθροπραξίες, οι αδελφοί μετακινούνται προς το Βορρά και συγκεντρώνονται στις επιχειρήσεις της Ν. Υόρκης, όπου βοηθούν στην ίδρυση του Χρηματιστηρίου Βάμβακος. Στη μεταπολεμική περίοδο παρατηρείται ταχύτατη ανάπτυξη των σιδηροδρόμων, που πυροδοτεί τη μεταμόρφωση της αγροτικής οικονομίας σε βιομηχανική. Τα ομόλογα για τη χρηματοδότηση σιδηροδρομικών δικτύων αποτελούν

² ΕΞΠΡΕΣ, «Lehman Brothers: Το χρονικό της μεγαλύτερης χρεοκοπίας στις ΗΠΑ», 22/09/2008

το μεγάλο βήμα στην εξέλιξη της κεφαλαιαγοράς. Η προσιτή τιμή τους προσελκύει μεγάλο αριθμό επενδυτών και οι Lehman Brothers, αναγνωρίζοντας την ευκαιρία, επεκτείνονται και αναλαμβάνουν πώληση και συναλλαγές ομολόγων. Προωθούνται επίσης στον χώρο της παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών.

1880-1889: Κατά τη διάρκεια της θεματικής οικονομικής επέκτασης στο δεύτερο μισό του 19ου αιώνα, η Lehman Brothers επεκτείνει τις ειδικότητές της πέρα από τις χρηματιστηριακές επιχειρήσεις εμπορευμάτων, στις συναλλαγές εμπορικών χρεογράφων. Στήνοντας το σκηνικό της μελλοντικής παγκόσμιας ανάπτυξης της, καθιερώνει σχέσεις επενδυτικών τραπεζικών υπηρεσιών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία.

1887: Η εταιρία αγοράζει έδρα στο New York Stock Exchange.

1889: Η Lehman Brothers αναλαμβάνει την πρώτη αναδοχή χρηματιστηριακής εισαγωγής μετοχής.

1900-1909: Στο γύρισμα του αιώνα, η Lehman Brothers γίνεται ιδρυτικός χρηματοδότης αναδυόμενων επιχειρήσεων λιανικού εμπορίου, όπως η Sears, Roebuck & Company, η F.W. Woolworth Company, η May Department Stores Company, η Gimbel Brothers και η R.H. Macy & Company.

1920-1929: Στη δεκαετία του 1920, ο Robert Lehman «οσμίζεται» τις δυναμικές μεταβολές που επέρχονται στην οικονομία και επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στις ταχύτατα αναπτυσσόμενες καταναλωτικές βιομηχανίες όπως το λιανικό εμπόριο, τις αεροπορικές επιχειρήσεις και τις επικοινωνίες. Υποστηρίζει ένθερμα τον κλάδο ψυχαγωγίας και συνεισφέρει στη χρηματοδότηση των νεογνών τότε κινηματογραφικών στούντιο RKO, Paramount και 20th Century Fox. Το κραχ του 1929 και η Μεγάλη Ύφεση ασκούν τεράστιες πιέσεις στη διάθεση κεφαλαίων. Η Lehman πρωτοπορεί με νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα private placements, όπου κανονίζονται δάνεια μεταξύ blue-chip δανειοληπτών και ιδιωτών πιστωτών.

1930-1939: Το 1930 έρχεται η εκρηκτική ανάπτυξη του ραδιοφώνου και τα πειράματα πάνω σε μια αναπτυσσόμενη τεχνολογία, που ονομάζεται τηλεόραση. Η Lehman αναλαμβάνει τις αρχικές δημόσιες εγγραφές της DuMont, της πρώτης εταιρίας κατασκευής τηλεοράσεων στον κόσμο και βοηθά στην ίδρυση του Radio Corporation of America. Από το 1930, η αυξημένη ζήτηση πετρελαίου πυροδοτεί έξαρση στην αναζήτηση κοιτασμάτων. Εταιρίες όπως η Halliburton και η Kerr-McGee επαφίενται στην Lehman Brothers για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεών τους.

1940-1949: Η λήξη του δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου φέρνει μια πρωτοφανή περίοδο ευμάρειας, που τροφοδοτεί την ανάπτυξη σε βιομηχανίες καταναλωτικών προϊόντων, όπως οι οικιακές συσκευές και τα αυτοκίνητα. Αναλαμβάνει οικονομικός σύμβουλος σε επιχειρήσεις των εν λόγω κλάδων και δημιουργεί εμπορικές σχέσεις που θα κρατήσουν μέχρι την κατάρρευσή του οίκου.

1950-1959: Η οικονομική διεύρυνση επιταχύνεται με το χάραμα της Ηλεκτρονικής Εποχής και η Lehman Brothers κλείνει συμφωνίες χρηματοδότησης νεογνών επιχειρήσεων όπως η Litton Industries. Με την έναρξη της εποχής των ηλεκτρονικών υπολογιστών, αναλαμβάνει την αναδοχή της εισαγωγής στο χρηματιστήριο της Digital Equipment. Αργότερα θα μεσολαβήσει για την εξαγορά της Digital από την Compaq. Συμμετέχει και σε χρηματιστηριακές εισαγωγές επιχειρήσεων του ταξιδιωτικού τομέα, όπως η Hertz Rent-a-Car, έναν κλάδο που βιώνει σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης. Στην δεκαετία του '60 θα προσφέρει υπηρεσίες συμβούλων σε εταιρίες όπως η General Foods, η Campbell Soup και η Philip Morris.

1960-1979: Στις δεκαετίες 1960 και 1970 πολλοί πελάτες της εταιρίας επεκτείνονται στο εξωτερικό. Για να ανταποκριθεί στις ανάγκες τους, η Lehman ανοίγει γραφεία στο Παρίσι το 1960, το Λονδίνο το 1972 και το Τόκιο το 1973. Η διεθνής παρουσία του οίκου ενδυναμώνεται με τη συγχώνευση με την Kuhn, Loeb. Στα '70, συνεργάζεται με κολοσσούς του ψηφιακού χώρου, όπως η IBM και η Digital Equipment

1980-89: Η εταιρία διαδραματίζει δραστήριο ρόλο στην εποχή της πληροφορικής, χρηματοδοτώντας εταιρίες όπως η Intel, που θα γίνουν κορυφαίες στην επανάσταση της υψηλής τεχνολογίας. Στην περίοδο των εύρωστων εξαγορών και συγχωνεύσεων, παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες σε κολοσσούς όπως οι Chrysler, American Motors, General Foods, Philip Morris και Hoffman-LaRoche.

1984: Η American Express εξαγοράζει τη Lehman Brothers και τη συγχωνεύει με τη Shearson.

1990-1999: Η American Express απο-επενδύει τη Shearson το 1993 και επανακτάται η αποκλειστική επωνυμία Lehman Brothers.

1994: Γίνεται ανεξάρτητη επιχείρηση μέσω αρχικών δημόσιων εγγραφών στα χρηματιστήρια Νέας Υόρκης και Ειρηνικού. Ανοίγει γραφείο στο Τελ Αβίβ, ενισχύοντας τη μακροχρόνια παρουσία της στη χώρα.

2000: Η Lehman Brothers εισάγεται στον δείκτη S&P 100 και η τιμή της μετοχής της αγγίζει για πρώτη φορά τα 100 δολ.

2001: Ο επενδυτικός οίκος πραγματοποιεί την αρχική δημόσια εγγραφή των μετοχών της Given Imagine, το πρώτο IPO μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου και γίνεται μέλος του χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ.

2002: Διαχειρίζεται το μεγαλύτερο IPO στην ιστορία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, για τον όμιλο CIT, και τη μεγαλύτερη «μοχλευμένη» εξαγορά στην ιστορία των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων για τις KKR και Wendel Investissement.

2003: Αποκτά τη Neuberger Berman και γίνεται έτσι ηγέτιδα στον κλάδο διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων.

2004: Η Lehman Brothers αναλαμβάνει χρέη συμβούλου σε δύο από τις πέντε κορυφαίες εξαγορές διεθνώς: την εξαγορά της Cingular Wireless από την AT&T Wireless Services και την εξαγορά της Nextel Communications από τη Sprint. Ο οίκος διαχειρίζεται το μεγαλύτερο IPO διεθνώς για το 2004 για λογαριασμό της Belgacom. Επιπλέον καταγράφει ετήσια κέρδη ρεκόρ και αυξάνει το μέρισμα κατά 33%.

2005: Η Lehman Brothers επιτυγχάνει έσοδα ρεκόρ, τα υπό διαχείριση κεφάλαια αγγίζουν, επίσης, το ρεκόρ των 175 δισ. δολ. και το περιοδικό Euromoney την ανακηρύσσει την καλύτερη επενδυτική τράπεζα για το έτος.

2006: Η τράπεζα συνεχίζει το σερί των ρεκόρ σε επίπεδο κερδοφορίας για τρίτη χρονιά και κατακτά την πρώτη θέση στην ετήσια λίστα του Barron's για τις 500 μεγαλύτερες εταιρίες των ΗΠΑ και Καναδά.

2007: Κατακτά την κορυφή στη λίστα του Fortune για τις πιο επιτυχημένες χρηματιστηριακές εταιρίες και ανακοινώνει για μία ακόμα χρονιά κέρδη ρεκόρ. Επιπλέον, διαχειρίζεται τη μεγαλύτερη συγχώνευση στην ιστορία του χρηματοοικονομικού κλάδου, την εξαγορά αξίας 98 δισ. δολ. της ABN AMRO από την κοινοπραξία των Royal Bank of Scotland, Santander και Fortis.

2008: Η Lehman Brothers ανακοινώνει στις 15 Σεπτεμβρίου τη χρεοκοπία της, μετά το «ναυάγιο» των συνομιλιών για πιθανή εξαγορά της και την απροθυμία της αμερικανικής κυβέρνησης να δαπανήσει δημόσιο χρήμα για μια πιθανή συμφωνία. Η τιμή της μετοχής καταρρέει στα 21 σεντς.

1.2 Η κατάρρευση

1.2.1 Έκθεση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων³

Η Lehman Brothers δανείστηκε μεγάλα ποσά προκειμένου να χρηματοδοτήσει το επενδυτικό της τμήμα στα χρόνια που οδήγησαν στην πτώχευση της το 2008, μια διαδικασία γνωστή ως μόχλευση. Ένα σημαντικό μέρος αυτής της επένδυσης ήταν σε στεγαστικά στοιχεία καθιστώντας την ευάλωτη σε μία ύφεση στην εν λόγω αγορά. Ένα μέτρο αυτής της ανάληψης κινδύνων ήταν ο δείκτης μόχλευσης, ένα μέτρο της αναλογίας των περιουσιακών στοιχείων σε ιδιοκτήτες ιδίων κεφαλαίων, το οποίο αυξήθηκε από περίπου 24:1 το 2003 σε 31:1 το 2007⁴. Ενώ παράγονταν μεγάλα κέρδη την περίοδο της έκρηξης της εν λόγω αγοράς, αυτή η ευάλωτη θέση σήμαινε ότι μόλις ένα 3-4% μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων θα εξάλειφε εντελώς τη λογιστική της αξία και τα ίδια κεφάλαια της. Οι επενδυτικές τράπεζες, όπως η Lehman Brothers, δεν υπόκεινται στους ίδιους κανονισμούς που εφαρμόζονται στις τράπεζες καταθέσεων προκειμένου να μειώσουν την ανάληψη κινδύνων⁵.

Τον Αύγουστο του 2007, η Lehman έκλεισε το τμήμα ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου εξαλείφοντας 1200 θέσεις εργασίας σε 23 περιοχές, λαμβάνοντας 25 εκατομμύρια μετά φόρων επιβάρυνση και 27 εκατ μείωση της υπεραξίας. Η εταιρία δήλωσε ότι οι κακές συνθήκες της αγοράς στο χώρο των ενυπόθηκων δανείων κατέστησε αναγκαία μια ουσιαστική μείωση των πόρων στον εν λόγω χώρο⁶.

1.2.2 Οι τελευταίοι μήνες

Το 2008 η Lehman αντιμετωπίζει μια άνευ προηγουμένου απώλεια που οφείλεται στη συνεχιζόμενη κρίση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Η απώλεια της Lehman ήταν απόρροια του μεγάλου αριθμού ενυπόθηκων δανείων και άλλων, χαμηλής βαθμολογίας, στεγαστικών δανείων όταν τιτλοποιήθηκαν τα υποκείμενα ενυπόθηκα δάνεια. Δεν είναι σαφές αν η Lehman έπραξε κατά αυτόν τον τρόπο συνειδητά είτε επειδή απλά δεν μπορούσε να πουλήσει τα ομόλογα χαμηλότερης διαβάθμισης. Σε κάθε περίπτωση, σημειώθηκαν τεράστιες απώλειες των δεδουλευμένων σε χαμηλότερης βαθμολογίας ενυπόθηκων τίτλων το 2008. Το δεύτερο οικονομικό τρίμηνο, η Lehman ανακοίνωσε ζημίες ύψους 2,8 δις. δολαρίων και

³ http://en.wikipedia.org/wiki/Bankruptcy_of_Lehman_Brothers

⁴ "Lehman 2007 Annual Report-See Item 6 on Page 29 for ratios". , 11/11/2011

⁵ The New York Times, «Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt» by Stephen Labaton, 2/10/2008

⁶ The Street, «Lehman Brothers Amputates Mortgage Arm», by Laurie Kulikowski, 22/8/2007

αποφάσισε να αυξήσει 6 δις σε πρόσθετα κεφάλαια⁷. Μόνο το πρώτο εξάμηνο του 2008, η μετοχή της Lehman έχασε 73% της αξίας της. Τον Αύγουστο του 2008, ανέφερε ότι σκόπευε να απελευθερώσει 6% του εργατικού της δυναμικού εν όψει της προθεσμίας υποβολής του τρίτου τριμήνου τον Σεπτέμβριο.

Στις 22 Αυγούστου 2008, οι μετοχές της Lehman έκλεισαν θετικά 5% (16% για την εβδομάδα) επί των εκθέσεων ότι η υπό κρατικό έλεγχο Korea Development Bank εξέταζε την αγορά της Lehman⁸. Σύντομα όμως αποδείχτηκε ότι η Korea Development Bank αντιμετώπιζε δυσκολίες στην προσέλκυση εταίρων για τη συμφωνία. Κορυφώθηκε στις 9 Σεπτεμβρη όταν οι μετοχές της Lehman υποχώρησαν 45% στα 7,79\$, αφού αναφέρθηκε ότι η Νότια Κορέα είχε θέσει τις συνομιλίες σε αναμονή⁹.

Η εμπιστοσύνη των επενδυτών συνέχισε να διαβρώνεται καθώς η μετοχή της Lehman έχασε σχεδόν το μισό της αξίας της στις 9 Σεπτεμβρίου 2008, παρασύροντας τον Dow Jones σε απώλεια 300 μονάδων λόγω της ανησυχίας των επενδυτών αναφορικά με την ασφάλεια της τράπεζας¹⁰. Η αμερικάνικη κυβέρνηση δεν ανακοίνωσε κάποιο σχέδιο για να βοηθήσει την κρίση της Lehman.

Στις 10 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman ανακοίνωνε ζημιές ύψους 3,9 δις δολαρίων παράλληλα με την πρόθεση της να πουλήσει την πλειοψηφία των μετοχών της. Η μετοχή υποχώρησε 7% εκείνη την ημέρα.

Στις 13 Σεπτεμβρη 2008, ο Timothy F. Geithner, ο τότε πρόεδρος της Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης, κάλεσε μια συνάντηση για το μέλλον της Lehman, η οποία περιελάμβανε τη δυνατότητα εκκαθάρισης των στοιχείων του ενεργητικού της. Η Lehman ανέφερε ότι βρισκόταν σε συνομιλίες με την Bank of America και την Barclays για ενδεχόμενη πώληση της εταιρίας. Οι New York Times ανέφεραν στις 14 Σεπτεμβρη 2008 ότι η Barclays έληξε την προσφορά της να αγοράσει μέρος ή το σύνολο της Lehman και η συμφωνία για τη διάσωση της τράπεζας κατέρρευσε¹¹. Οι ηγέτες των μεγάλων τραπεζών της Wall Street μετά από μακρές συναντήσεις προσπαθούσαν να αποτρέψουν την ταχεία φθορά της τράπεζας. Φημολογείται ότι οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές αντιστάθηκαν στο αίτημα της Bank of America για συμμετοχή της κυβέρνησης στην πώληση της Lehman.

⁷ The New York Times, «For Lehman, more cuts and anxiety», by Jenny Anderson and Eric Dash, 28/8/2008

⁸ New York Times, World Business, article by Jenny Anderson and Landon Thomas, 2008-08-22.

⁹ AFP, «Lehman Brothers in freefall as hopes fade for new capital», 9/9/2008.

¹⁰ The Times-Picayune, «Dow Jones nearly 300 points on concern about Lehman Brothers», 9/9/2008

¹¹ The New York Times, «Lehman files for Bankruptcy, Merrill is sold», by Andrew Ross Sorkin, 14/9/2008

Στις 25 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση.

1.3 Το χρονικό της κρίσης¹²

Οι πρώτες προειδοποιήσεις για τον κίνδυνο από τη φούσκα της αγοράς τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) και από την ενδεχόμενη πτώση των τιμών των ακινήτων είχαν αρχίσει να διαφαίνονται από το 2006. Στις αρχές του 2007, οι πρώτες δυσκολίες στην αγορά των subprime έκαναν την εμφάνισή τους. Τότε, η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ, Bear Stearns, ανακοίνωσε ότι αντιμετώπισε προβλήματα ρευστότητας. Ήταν Φεβρουάριος. Η κατάσταση επιδεινώθηκε και τον Αύγουστο του 2007 κατέρρευσαν δύο μεγάλα hedge funds της τράπεζας. Αν και η κρίση είχε δείξει απειλητικά τα δόντια της, κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει το πραγματικό μέγεθος. Σήμερα οι συνολικές ζημιές των τραπεζών ξεπερνούν παγκοσμίως τα 500 δισ. δολάρια και το ΔΝΤ προβλέπει ότι θα ανέλθουν στο 1 τρισ. δολάρια. Οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε συντονισμένες παρεμβάσεις στήριξης των αγορών και σε μειώσεις επιτοκίων, ενώ οι τιμές των ακινήτων δέχονται μεγάλες πιέσεις. Η Fed ήταν πιο επιθετική μειώνοντας το επιτόκιο μέχρι το 2%. Τον Σεπτέμβριο του 2007 βρέθηκε στο χείλος της κατάρρευσης η πέμπτη μεγαλύτερη στεγαστική τράπεζα της Βρετανίας, η Northern Rock, η οποία τελικά κρατικοποιήθηκε. Στις ΗΠΑ η κυβέρνηση προσέφερε πακέτο βοήθειας με φοροαπαλλαγές 150 δισ. δολαρίων. Τον Μάρτιο του 2008 καταρρέει η Bear Stearns και η Fed προσφέρει εγγυήσεις προκειμένου να την εξαγοράσει η J.P. Morgan. Στο μεταξύ είχαν μεσολαβήσει και άλλες καταρρεύσεις μικρότερων τραπεζών και ανακοινώσεις τεράστιων ζημιών από τραπεζικούς κολοσσούς. Στις 6 Σεπτεμβρίου, η αμερικανική κυβέρνηση κρατικοποιεί τις Fannie Mae και Freddie Mac, καθώς οι δύο μεγαλύτερες εταιρείες αγοράς και τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων βρίσκονταν στο χείλος της κατάρρευσης. Η βοήθεια δεν επαναλήφθηκε μία εβδομάδα μετά για τις Lehman και Merrill Lynch.

Παρακάτω ακολουθεί μια επιγραμματική ανασκόπηση των γεγονότων που οδήγησαν στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

¹² BBC NEWS, «Timeline: Credit crunch to downturn», 7/8/2009

2004 – 2006: Δάνεια χαμηλής διασφάλισης στις ΗΠΑ

- Η αύξηση επιτοκίων από 1% σε 5,3% προκαλεί επιβράδυνση στην Αμερικάνικη αγορά ακινήτων προκαλώντας την αδυναμία πολλών νοικοκυριών να φανούν συνεπείς στις στεγαστικές τους υποχρεώσεις, οδηγώντας σε κύμα απλήρωτων στεγαστικών δανείων.
- Η κατάσταση επεκτείνεται μέσω CDOs και σε κατόχους τιτλοποιήσεων

Αρχίζει να φαίνεται η έκταση του προβλήματος

- Ιούλιος 2007: Ανακοίνωση της Bear Stearns αναφορικά με κατάρρευση δύο hedge funds της
- 09/08/2007: Η BNP Paribas αδυνατεί να πληρώσει σε δύο ταμεία, επικαλούμενη έλλειψη ρευστότητας. Εμφανή τα σημάδια αρνητικού κλίματος συνεργασίας των τραπεζών
- 13/09/2007: Η αγγλική τράπεζα Northern Rock, λαμβάνει βοήθεια από την Τράπεζα της Αγγλίας, ενώ η κυβέρνηση μεσολαβεί για να διασφαλίσει τους καταθέτες, οι οποίοι παίρνουν χρήματα συνεχώς
- 6/12/2007: Ο τότε πρόεδρος των ΗΠΑ (George W Bush), ανακοινώνει πλάνο βοήθειας για παραπάνω από 1 εκατομμύριο δανειολήπτες που αδυνατούν να ανταπεξέλθουν

Η εξέλιξη της Κρίσης

- 21/01/2008: Απώλειες για τα διεθνή χρηματιστήρια, οι μεγαλύτερες που καταγράφηκαν από τις 11 Σεπτέμβρη του 2001
- 7/2/2008: Η Τράπεζα της Αγγλίας αποφασίζει μείωση των επιτοκίων στην προσπάθεια αποφυγής της ύφεσης
- 17/2/2008: Εθνικοποίηση της Northern Rock από την Αγγλική κυβέρνηση
- 17/3/2008: Εξαγοράζεται η Bear Stearns (5^η μεγαλύτερη τράπεζα στη Wall Street) έναντι \$240 εκατομμυρίων από την JP Morgan, κατόπιν κρατικής χρηματοδότησης. Ένα χρόνο πριν η χρηματιστηριακή αξία της Bear Stearns ήταν \$18 δισεκατομμύρια (98% απώλεια της χρηματιστηριακής της αξίας)
- Απρίλιος 2008: Προειδοποιήσεις από το ΔΝΤ, ότι το κόστος της κρίσης μπορεί να υπερβεί το \$1 τρισεκατομμύριο. Αναφέρει, επίσης ότι η κρίση επεκτείνεται και πέραν του στεγαστικού τομέα
- Ιούλιος 2008: Παρέμβαση των Αμερικανικών αρχών προκειμένου να σώσουν τις Fannie Mae και Freddy Mac (ημικρατικούς οργανισμούς που εγγυώνται στεγαστικά

δάνεια) – και οι δύο οργανισμοί είναι πολύ σημαντικοί για την οικονομία για να τους αφήσουν να αποτύχουν

- ο Αύγουστος 2008: 10,5% μείωση στις τιμές των ακινήτων σε ένα χρόνο

Στο μάτι του κυκλώνα

- ο 7/9/2008: Εθνικοποίηση των Fannie Mae και Freddy Mac – οι δύο εταιρίες έχουν εγγυηθεί περί τα \$5 τρισεκατομμύρια σε στεγαστικά δάνεια
- ο 10/9/2008: Η Lehman Brothers ανακοινώνει απώλειες \$3,9 δισεκατομμυρίων σε διάστημα 3 μηνών
- ο 15/9/2008: Χρεοκοπία Lehman Brothers. Εξαγορά Merrill Lynch από την Τράπεζα της Αμερικής προς \$50 δισεκατομμύρια
- ο 16/9/2008: Ανακοινώνεται πακέτο βοήθειας \$85 δισεκατομμυρίων για την AIG (μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία της Αμερικής)
- ο 25/9/2008: Η Washington Mutual πωλείται στην JP Morgan
- ο 28/9/2008: Το πρόβλημα επεκτείνεται στην Ευρώπη. Μερική εθνικοποίηση της τράπεζας Fortis προκειμένου να διασωθεί
- ο 30/9/2008: Προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα της Ιρλανδίας

Η αντεπίθεση

- ο 3/10/2008: Ψήφιση πακέτου διάσωσης στην Αμερική
- ο 6-14/10/2008: Ανακοινώνονται πακέτα διάσωσης τραπεζών σε Γερμανία, Αγγλία, Ισλανδία, ΗΠΑ
- ο 15/10/2008: Πτώση στο Λιανικό Εμπόριο (η μεγαλύτερη των τελευταίων 3 χρόνων). Πτώση στο δείκτη Dow Jones (-7,87%) – η μεγαλύτερη από το 1987

Η κρίση επεκτείνεται

- ο Νοέμβριος 2008:
 - Δάνειο \$16,4 δισεκατομμυρίων στην Ουκρανία από το ΔΝΤ
 - Μείωση επιτοκίων από την Τράπεζα της Αγγλίας
 - Η ΕΚΤ μειώνει τα επιτόκια
 - Η Ευρωζώνη και επίσημα στην κρίση
 - Συνάντηση των G20 στην Ουάσιγκτον, προκειμένου να συζητήσουν τρόπους να περιορίσουν την κρίση
 - Μέτρα για την Ισλανδία από το ΔΝΤ, ύψους £1,4 δισεκατομμυρίων
 - Μέτρα \$20 δισεκατομμυρίων για τη Citigroup

- Πακέτο \$800 δισεκατομμυρίων από την Federal Reserve
- Σχέδιο €200 δισεκατομμυρίων από την κομισιόν για την Ευρώπη

Επίσημα στην Ύφεση

- o Δεκέμβριος 2008:
 - Σχέδιο €26 δισεκατομμυρίων στη Γαλλία για δημόσιες επενδύσεις καθώς και για ενίσχυση των προβληματικών αυτοκινητοβιομηχανιών
 - Μείωση επιτοκίων στις ΗΠΑ, σε επίπεδα 0-0,25%, τα χαμηλότερα στην ιστορία
 - Πρόγραμμα διάσωσης αυτοκινητοβιομηχανιών στις ΗΠΑ
 - Μεγάλες απώλειες για τα διεθνή χρηματιστήρια κατά τη διάρκεια του 2008 (FTSE -31%, Γερμανία -40%, Παρίσι -43%, Ελλάδα -65,5%)
- o Ιανουάριος 2009:
 - Πτώση των επιτοκίων στην Αγγλία στο 1,5% (το χαμηλότερο επιτόκιο εδώ και 300 χρόνια)
 - Η ανεργία στις ΗΠΑ φτάνει στο 7,2%
 - Μεγάλη πτώση στις εξαγωγές της Κίνας
 - Πακέτο €50 δισεκατομμυρίων για τη Γερμανική οικονομία
 - Πτώση των επιτοκίων από την ΕΚΤ
- o Φεβρουάριος 2009:
 - Ψηφίζεται αμερικανικό πακέτο στήριξης (\$787 δισεκατομμύρια). Στόχος η δημιουργία 3,5 εκατομμυρίων θέσεων εργασίας και η αύξηση της κατανάλωσης
- o Μάρτιος 2009:
 - Η ασφαλιστική AIG ανακοινώνει τη μεγαλύτερη ζημία τριμήνου στην ιστορία (\$62 δισεκατομμύρια)
 - Η κυβέρνηση θα της δώσει \$30 δισεκατομμύρια (επιπλέον των \$150 δισεκ. που είχε πάρει)
 - Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (κατά \$1 δισεκατομμύρια) για την τράπεζα HSBC προκειμένου να καλύψει ζημιές
- o Απρίλιος 2009
 - Συμφωνία των G20 στο Λονδίνο για την καταπολέμηση της ύφεσης με μέτρα αξίας \$1,1 τρισεκατομμυρίων

Σημάδια αποκατάστασης, σημάδια κατάρρευσης

- o Μάιος 2009:
 - Χρεοκοπία της Αμερικανικής αυτοκινητοβιομηχανίας Chrysler

- Απαισιόδοξη πρόβλεψη από την Ε.Ε. ότι οι οικονομίες θα συρρικνωθούν κατά 4% το 2009, ενώ η ανεργία θα ανέλθει στο 10,9%
- 10 από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Αμερικής έχουν αποτύχει τις δοκιμές πίεσης και χρειάζονται νέο κεφάλαιο
- Ιούνιος 2009:
 - Άνοδος του Βρετανικού δείκτη ανεργίας στο 7,1%, με 2,22 εκατομμύρια ανέργους το α τρίμηνο του 2009
 - Αναγγελία της αμερικάνικης κυβέρνησης για σημαντική μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, με σκοπό να αποτραπούν μελλοντικές οικονομικές κρίσεις. Πρόκειται για την μεγαλύτερη ανατροπή από τη δεκαετία '30
- Ιούλιος 2009:
 - Άνοδος της ανεργίας στη Μ. Βρετανία στο 7,6%, υψηλότερος δείκτης για παραπάνω από 10 χρόνια
 - Η οικονομία της Κίνας αυξήθηκε κατά 7,9% (κυλιόμενο 12μηνο Απριλίου - Ιουνίου) χάρη στο μεγάλο κυβερνητικό πακέτο, ενώ αναμένεται 8% ετήσια ανάπτυξη για το 2009
 - Συρρίκνωση για την οικονομία της Βρετανίας η οποία εκτιμάται να φτάσει σε ετήσιο επίπεδο το 5,6%
 - Αύξηση εσόδων για την Barclays, +8% το πρώτο 6μηνο του 2009, ενισχυμένο από το τραπεζικό τμήμα επένδυσής της. Τις επόμενες ημέρες αντίστοιχες ανακοινώσεις λοιπών τραπεζών προκαλούν μικτή εικόνα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Χρηματοπιστωτική Κρίση

2.1 Αίτια της Κρίσης

Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009), δε θα μπορούσε να αποδοθεί σε μια μόνο αιτία, αντίθετα αποτελεί απόρροια ενός συνδυασμού οικονομικών, νομισματικών, εποπτικών παραγόντων, ο καθένας από τους οποίους, ξεχωριστά, δύσκολα θα μπορούσε να επιφέρει μια χρηματοπιστωτική κρίση τέτοιου μεγέθους, συνδυαστικά όμως με τους υπόλοιπους παράγοντες, καθίσταται επικίνδυνος. Παρακάτω θα εξετάσουμε τους βασικότερους παράγοντες αναφορικά με τη δημιουργία και την εξάπλωση της κρίσης.

2.1.1 Η κυριαρχία των νεοκλασικών αντιλήψεων

Τις τελευταίες δεκαετίες επικράτησαν, σταδιακά, οι νεοκλασικές αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς, στη διεθνή οικονομική, επιστημονική και πολιτική ζωή. Αυτή η ιδεολογική κυριαρχία οδήγησε σε γενικευμένη υιοθέτηση ορισμένων βασικών αρχών λειτουργίας της διεθνούς οικονομίας.

Υποστηρίχθηκε, η αποτελεσματικότητα των ελεύθερων αγορών χρήματος και κεφαλαίου να προσδιορίζουν τις σωστές τιμές καθώς και η ικανότητα των αγορών να αυτορυθμίζονται και σε κάποιο βαθμό να αυτοεποπτεύονται, με τη συνακόλουθη εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας και παρέμβασης.

Επικράτησε, η πεποίθηση ότι η κερδοσκοπία αποτελεί σταθεροποιητικό παράγοντα στις αγορές καθώς και στοιχείο πειθαρχίας. Ενώ παράλληλα υποβαθμίστηκαν προσεγγίσεις αναφορικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού και το ρόλο της ψυχολογίας και της αβεβαιότητας στην οικονομική και επενδυτική δραστηριότητα.

Υποβαθμίστηκε, επομένως η σημασία φαινομένων, όπως η ψυχολογία της αγέλης στους επενδυτές, οι αποφάσεις επενδυτών με βάση τι πράττουν οι άλλοι και όχι ποιες είναι οι σωστές τιμές, η παράλογη ευφορία και οι φούσκες τιμών, που καταρρέουν από τυχαία ή μικρά γεγονότα, οι ατέλειες στο χρηματοπιστωτικό χώρο, που τείνουν να επιταχύνουν και να επιδεινώσουν μια κρίση (margin accounts, πωλήσεις πανικού, αδυναμία δανεισμού για δημιουργία νέων κερδοσκοπικών θέσεων), ο ρόλος της αβεβαιότητας και της ψυχολογίας στις επενδυτικές και καταναλωτικές αποφάσεις. Έτσι,

φτάσαμε σήμερα στο σημείο, λίγοι οικονομολόγοι και αναλυτές να έχουν προβλέψει την καταστροφή, που ερχόταν, ενώ η πλειοψηφία των διαμορφωτών της οικονομικής επιστήμης και πολιτικής να κλείνουν τα μάτια στην πιθανότητα καταστροφικής αποτυχίας της οικονομίας της αγοράς.

2.1.2 Παγκόσμιες Μακροοικονομικές Ανισορροπίες¹³

Καθώς οι πολιτικοί ηγέτες, αναλογίζονταν τα αίτια και τα διδάγματα της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, προέκυψε το θέμα των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.

Οι εν λόγω ανισορροπίες, οι οποίες δεν αντιμετωπίστηκαν επί μακρόν την τελευταία δεκαετία, συνδέονται:

- με την αυξανόμενη ανισορροπία αποταμίευσης – επένδυσης στις ΗΠΑ, που οδήγησε σε διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε αντίστοιχα πλεονάσματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών
- με τα πολύ χαμηλά επιτόκια, τα οποία διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ
- με τη διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας
- με την πολιτική σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη συνακόλουθη ραγδαία αύξηση των εθνικών συναλλαγματικών αποθεματικών σε δολάρια Χωρών της Άπω Ανατολής

Τα παραπάνω σε συνδυασμό με τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών. Παράλληλα, η ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων – κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη – οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δε συνάντησαν την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών. Σε αυτό το περιβάλλον, αναπτύχθηκαν νέοι κερδοσκοπικοί οργανισμοί, χαλαρά εποπτευόμενοι (Hedge Funds, SIVs), επιτείνοντας την ένταση της παγκόσμιας οικονομίας, συγκεκριμένα:

¹³ Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, «Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», Τόμος IV, Τεύχος 8/12/2009

Η αποταμίευση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ μειώθηκε στο μηδέν την περίοδο 2005-2007 (συγκριτικά με το 7% στις αρχές τη δεκαετίας του '90). Παράλληλα, η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε από 85% το 1995 στο 135% το 2007.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από \$180 δισεκ. το 1997 σε σχεδόν \$800 δισεκ. το 2007, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα δολαρίου των Χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα \$6,5 τρισεκ. το 2008 (έναντι \$2 τρισεκ. το 2000). Έτσι, φθάσαμε στο σημείο το 60% του συνολικού δημοσίου χρέους των ΗΠΑ να ελέγχεται από ξένους επενδυτές. Παράλληλα, στη Μεγάλη Βρετανία, το συνολικό χρέος των τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφθασε στο 460% το 2007 (από 260% το 2001).

2.1.3 Αμοιβές Στελεχών

Καθοριστικό ρόλο στην αλλαγή συμπεριφοράς των τραπεζών, αποτέλεσε και η διαμόρφωση – με την ανοχή των μετόχων – λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων, αναφορικά με τις μεταβλητές αμοιβές των στελεχών στο διεθνές τραπεζικό χώρο. Η δομή των υπεραμοιβών (bonuses) έδινε ιδιαίτερη σημασία στην βραχυπρόθεσμη κερδοφορία - εις βάρος, μοιραία της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας – και στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων με σημαντική ευνοϊκή ασυμμετρία ωφέλειας / ζημιάς υπέρ των στελεχών και εις βάρος των μετόχων και τελικά της κοινωνίας (απόλυση αποτυχημένων διοικήσεων ζημιόγνων τραπεζών με αποζημιώσεις δεκάδων εκατομμυρίων). Χαρακτηριστικό, είναι το γεγονός ότι πλέον η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, παρεμβαίνει θεσμικά στη διαδικασία καθορισμού των έκτακτων αμοιβών των στελεχών μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών.

2.1.4 Μόχλευση¹⁴

Χρηματοοικονομική Μόχλευση, ορίζεται η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Υψηλή μόχλευση σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός συγκριτικά με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος.

Ένα από τα χαρακτηριστικά της εποχής ήταν η υψηλή μόχλευση των νοικοκυριών, η οποία, εν μέρει, ευθύνεται για τη μεγάλη άνοδο των τιμών των κατοικιών. Υψηλή μόχλευση, όμως, παρατηρήθηκε και στις επενδυτικές τράπεζες η οποία με βραχυχρόνιο δανεισμό αποτέλεσε τη βασική αιτία ραγδαίας μετάδοσης της κρίσης από την αγορά των δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime loans) στις αγορές άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Εκείνη την εποχή, ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις ήταν κυρίως βραχυχρόνιος, έτσι όταν παρατηρήθηκε πτώση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων – στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες – οι αγορές με τη σειρά τους αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, με αποτέλεσμα ακόμη και να αρνηθούν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησής τους αναγκάζοντάς τις να προβούν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων, προκαλώντας περαιτέρω πιέσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων προς τα κάτω.

Η έλλειψη επαρκών κεφαλαίων, οδηγεί μοιραία στην απομόχλευση και κατ' επέκταση στις αρνητικές επιδράσεις της. Στην προσπάθειά τους να κρατήσουν το λόγο, ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό, σταθερό, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα - ακολουθώντας τους κανόνες που ορίζουν οι εποπτικές αρχές- μειώνουν τον παρονομαστή του κλάσματος όταν αδυνατούν να αυξήσουν τον αριθμητή (μείωση εξορισμού πολλαπλάσια της αρχικής μείωσης των κεφαλαίων). Επομένως, το αρχικό χάσμα κεφαλαίων επιβάλλει τον περιορισμό του μεγέθους του ενεργητικού των τραπεζών, μέσω πωλήσεων στοιχείων του ενεργητικού (ομόλογα, μετοχές), ακόμα και την άρνηση στην παροχή νέων δανείων, μεταφέροντας την κρίση στην πραγματική οικονομία.

¹⁴<http://el.wikipedia.org/wiki/>

2.1.5 Τιτλοποίηση

Με τη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτήσεων, παρέχεται η δυνατότητα σε μια τράπεζα να μετατρέψει τη μελλοντική και προβλέψιμη ροή πληρωμών από δάνεια σε άμεση ρευστότητα, μέσω έκδοσης τίτλων που διατίθενται στο επενδυτικό κοινό ως ομολογίες. Η μεταβίβαση αυτή γίνεται με εκχώρηση δανείων σε εταιρείες ειδικού σκοπού, μεταβιβάζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανείων. Παράλληλα η τράπεζα ωφελείται μέσω της διαδικασίας τιτλοποίησης, διότι χρηματοδοτείται με ίδια κεφάλαια χωρίς να εμφανίζεται ότι παίρνει δάνεια ενώ αποκτά άμεσα ρευστό απευθείας από τους επενδυτές.

Η πρακτική των τιτλοποιήσεων πολλαπλασιάστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου, ενώ η τιτλοποίηση αύξησε τη ρευστότητά τους ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια.

Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων αρχικά – γύρω στο 1984 – δημιουργήθηκαν ώστε να διασπαρθεί ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων που υποστήριζαν τις παραδοσιακές μορφές τιτλοποιήσεων. Σπάζοντας τις εισροές που προέρχονται από μια ομάδα στεγαστικών δανείων σε διαφορετικούς αποδέκτες σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες, ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων διασπείρονταν. Παρόλα αυτά, ο μηχανισμός της τιτλοποίησης δημιουργεί δύο προβλήματα, πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη, το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη αφού ο κίνδυνος μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς και δεύτερον, οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities ή MBS). Τα εν λόγω εταιρικά ομόλογα, αγοράζονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές (συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου hedge funds) αλλά και από επενδυτές.

Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης, κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρίες διαβάθμισης (Bond Rating Agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, ουσιαστικά λόγω του «ηθικού κινδύνου» (Moral Hazard) – της σχέσης εξάρτησης που υπήρχε μεταξύ τους, αφού οι εταιρείες

διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων.

Στην πορεία, οι αξιολογήσεις αυτές αποδείχθηκαν υπερ-αισιόδοξες, καθώς δε λάμβαναν υπόψη το συστημικό κίνδυνο ενώ οι οίκοι αξιολόγησης κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια και μεροληψία, ωθώντας τις εποπτικές αρχές να επανεξετάσουν το καθεστώς λειτουργίας τους.

2.1.6 Φούσκα Ακινήτων

Οι παγκόσμιες ανισοροπίες, στις οποίες αναφερθήκαμε στην προηγούμενη ενότητα, οδήγησαν σε φθινό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά επιτόκια. Τα χαμηλά επιτόκια, με τη σειρά τους, παράλληλα με την αύξηση των τιμών των ακινήτων (2001 – 2006) – γεγονός που ορισμένοι απέδωσαν στην καλύτερη ποιότητα των κατοικιών, ενθάρρυναν τον δανεισμό ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Η πτώση όμως των τιμών των κατοικιών, που ακολούθησε, απελευθέρωσε τις δυνάμεις της κρίσης. Οι καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών, ήταν γεγονός, καθώς ο κόσμος αντιλαμβανόταν ότι η αξία του σπιτιού τους ήταν πλέον χαμηλότερη από την αξία του δανείου που όφειλαν να αποπληρώσουν και προτιμούσαν να παρατήσουν το σπίτι και να φύγουν. Αυτή η συμπεριφορά των νοικοκυριών οδήγησε σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τραπεζών.

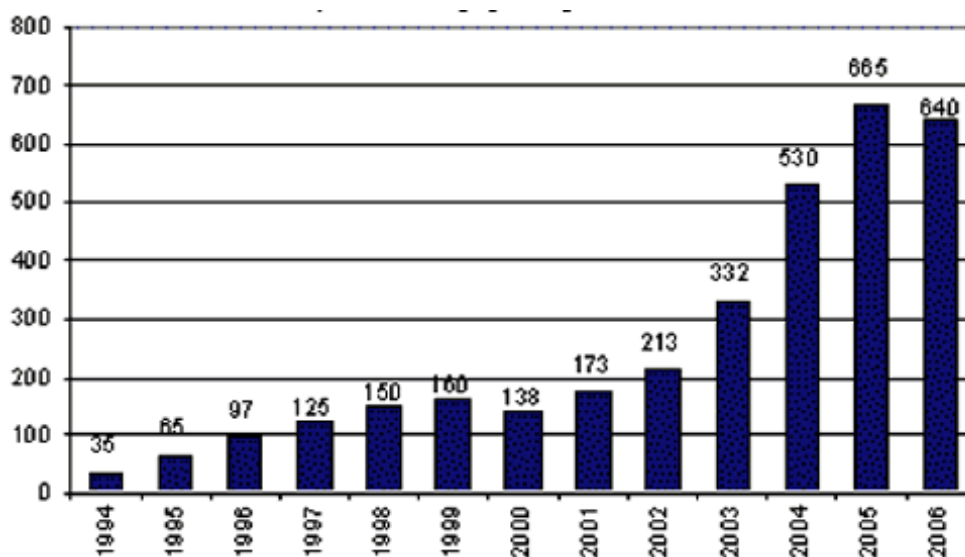
Στη δημιουργία της αρχικής φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ, συνέβαλε η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ξεκάθαρο παράδειγμα της ίδιας επεκτατικής πολιτικής χορηγήσεων αποτελεί η εξάπλωση των «interest rate only loans», δηλαδή δανείων στα οποία η μηνιαία πληρωμή δεν ήταν το παραδοσιακό τοκοχρεολύσιο, αλλά μόνο ο τόκος και το κεφάλαιο αποπληρωνόταν εξ ολοκλήρου στη λήξη.

Είναι γεγονός ότι η στεγαστική πίστη επιταχύνθηκε πολύ περισσότερο από τα υπόλοιπα δάνεια στις ΗΠΑ. Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από την πλευρά των τραπεζών δικαιολογείται, πρώτον, από το γεγονός ότι η αξία του ενέχυρου ενός στεγαστικού δανείου συνεχώς αυξανόταν (εως το 2006), επομένως ο κίνδυνος πτώχευσης ενός νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Δεύτερον, δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών

δανείων, μια διαδικασία με την οποία οι τράπεζες έδιωχναν τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους.

Η ραγδαία αύξηση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, στα οποία αναφερθήκαμε προηγουμένως, απεικονίζεται και στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 1.1). Στο εν λόγω διάγραμμα, παρατηρείται ότι η αξία των εν λόγω δανείων εκτοξεύθηκε στα \$640 δις το 2006 (από \$173 δις το 2001), ανάπτυξη της τάξεως του +270% σε διάστημα 5 ετών.

Διάγραμμα 2.1 : Η εξέλιξη των Αμερικανικών Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου (1994-2006)



Πηγή: Association of Financial Professionals (AFP), "The US Sub-prime Crisis: How did it happen?"

Η εν λόγω αύξηση των στεγαστικών δανείων, συνέπεσε με χαμηλά επιτόκια και ακολούθησε αύξηση των τιμών των κατοικιών. Αντιπροσωπευτικός εκπρόσωπος αυτής της αγοράς, αποτέλεσε και η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, η οποία διαθέτοντας θυγατρικές εταιρείες στον τομέα έκδοσης δανείων χαμηλής και μεσαίας πιστοληπτικής διαβάθμισης (BNC Mortgage LLC, Aurora Loan Services), αναδείχτηκε σε μια πολύ δυνατή και ανταγωνιστική εταιρεία του συγκεκριμένου κλάδου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αίτια κατάρρευσης της Lehman Brothers¹⁵

Εκείνη την εποχή η Αμερικάνικη κυβέρνηση αντιμετώπιζε τη μία οικονομική πυρκαγιά μετά την άλλη και οι οικονομικοί πυροσβέστες έσπευδαν να αντιμετωπίσουν τις πυρκαγιές, με μια εξαίρεση. Μη μπορώντας να πείσει τους αντιπάλους να αναλάβουν την, ομολογουμένως, κακοποιημένη Lehman Brothers, η κυβέρνηση έπρεπε να πάρει μια σκληρή απόφαση. Να ρίξει δημόσιο χρήμα στην επενδυτική τράπεζα προκειμένου να διασωθεί ή να την αφήσει να «καεί». Με την επιλογή της καταστροφής, η κυβέρνηση έδωσε ένα οδυνηρό μάθημα για τους κινδύνους του να παίρνεις τη σωστή απόφαση τη λάθος στιγμή.

Κατά μια έννοια, η ατυχία της Lehman Brothers ήταν, ότι το πρόβλημα δεν προέκυψε νωρίτερα. Μετά την πώληση της Bear Stearns και την εθνικοποίηση του οργανισμού ενυπόθηκων δανείων, η κυβέρνηση θεώρησε ότι έπρεπε να δοθεί ένα παράδειγμα προκειμένου να καταπολεμήσουν τον λεγόμενο «ηθικό κίνδυνο», διαφορετικά οι τράπεζες θα συνέχιζαν να ενεργούν απερίσκεπτα γνωρίζοντας ότι σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης δεν θα τις άφηναν αβοήθητες. Σύμφωνα με τον τότε υπουργό Οικονομικών, Hank Paulson, τα προβλήματα της Lehman Brothers ήταν πολύ καλά διαφημισμένα ώστε να δώσουν στις αγορές παραγώγων χρόνο προκειμένου να προετοιμαστούν για το χειρότερο.

3.1 Ο ηθικός κίνδυνος – The “too big to fail” problem

Οι κρατικές πολιτικές χαλαρής αντιμετώπισης, στήριξης και διάσωσης των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών που θεωρούνται «πολύ μεγάλοι για να καταρρεύσουν», αναγνωρίζονται ευρέως ως πολιτικές που ενθαρρύνουν τις μεγάλες επιχειρήσεις να αναλάβουν υπερβολικούς κινδύνους, θέτοντας τις μικρότερες επιχειρήσεις σε μειονεκτική κατάσταση στον ανταγωνισμό επηρεάζοντας με αρνητικό τρόπο τη λειτουργία των τραπεζών, οι οποίες μεγαλώνουν σε ένα προστατευτικό περιβάλλον με αποτέλεσμα να λειτουργούν αναποτελεσματικά.

Η λανθασμένη, όπως αποδείχθηκε, πεποίθηση της διοικητικής ομάδας της Lehman Brothers ότι το μέγεθος της ήταν μέγιστης σημασίας για την οικονομία των ΗΠΑ, ώστε σε περίπτωση επικείμενου κινδύνου η κυβέρνηση θα παρείχε τις απαραίτητες

¹⁵ The Economist, «Rethinking Lehman, The price of Failure», 2 /10/ 2008

πιστωτικές γραμμές διευκόλυνσης, αποτέλεσε ένα από τα βασικά αίτια κατάρρευσής της. Βασικό υπόβαθρο πίσω από τη συγκεκριμένη πεποίθηση αποτελούσε η σχέση μεταξύ συστημικού ρίσκου και ηθικού κινδύνου. Ο όρος συστημικός κίνδυνος έγκειται στην πιθανότητα ότι η κατάρρευση ενός πιστωτικού ιδρύματος πυροδοτήσει μια αλυσίδα επιπρόσθετων πτωχεύσεων το λεγόμενο domino effect, οι οποίες θα προκαλούσαν αρνητικό αντίκτυπο σε ολόκληρη την οικονομία. Στη προκειμένη περίπτωση, η πεποίθηση ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής θα απέτρεπε οποιοδήποτε –σημαντικού μεγέθους - χρηματοπιστωτικό ίδρυμα από ενδεχόμενη κατάρρευση οδήγησε στην επικράτηση του λεγόμενου ηθικού κινδύνου (moral hazard). Ο ηθικός κίνδυνος σχετίζεται με την κατάσταση όπου μια πολιτική αλόγιστης ανάληψης ρίσκου από μια επενδυτική τράπεζα, η οποία ενδεχομένως να την έθετε σε κίνδυνο, θα καλυπτόταν από τη συμβολή της Κεντρικής Τράπεζας η οποία θα εκμηδένιζε τις αρνητικές συνέπειες αυτής της πολιτικής.

Στο πλαίσιο αυτό, η κυβέρνηση μέσω του TARP ("Trouble Asset Relief Program"), προχώρησε σε μια σειρά διασώσεων επί σειρά ετών (επιβαρύνοντας τους Αμερικανούς φορολογούμενους), εμποδώνοντας περαιτέρω την πεποίθηση ότι κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν (too big to fail).

Η ιδέα ότι κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι «πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν» δεν είναι καινούρια, αντίθετα αυτή η ειδική μεταχείριση προς τις τράπεζες υπήρχε από τις αρχές εξέλιξης του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού τομέα. Η σύγχρονη εκδοχή του προβλήματος ξεκίνησε στα μέσα της δεκαετίας του 1980, με την αποτυχία της Continental Illinois του Σικάγο, μιας από τις μεγαλύτερες τράπεζες της εποχής. Με τη δήλωση ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες της Αμερικής (όπως η Continental Illinois) ήταν «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» ο ελεγκτής νομίσματος των ΗΠΑ εξέφρασε την ανησυχία του για μια συστημική επίδραση, ενώ ο Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC) υποστηριζόμενος από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED), προχώρησε σε ανακοίνωση προστασίας προς όλους τους πιστωτές της τράπεζας και τις θυγατρικές της. Σύμφωνα με την παραπάνω ανακοίνωση, οι πιστωτές χρεοκοπημένων τραπεζών κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990 είχαν την προστασία του κράτους.

Στην προσπάθεια εξάλειψης της τακτικής «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» θεσπίστηκαν δύο νόμοι, ο νόμος για τη Μεταρρύθμιση των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (FIRREA) το 1989 και ο νόμος για τη Βελτίωση της FDIC (FDICIA) το 1991. Και οι δύο νόμοι διαμόρφωσαν αυστηρότερους κανόνες και διαδικασίες ρύθμισης και εποπτείας συμπεριλαμβανομένης της αύξησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Ο νόμος

για τη βελτίωση της FDIC περιόριζε τη διακριτική ευχέρεια της FDIC και της Fed αναφορικά με τη στήριξη ανασφάλιστων πιστωτών σε χρεοκοπημένες τράπεζες, δημιουργώντας επίσης μια νέα διαδικασία, την «άμεση διορθωτική δράση» στοχεύοντας να βάλει λουκέτο σε αφερέγγυες τράπεζες εγκαίρως (πριν εξαφανιστεί όλο τους το κεφάλαιο). Παρόλα αυτά ο συγκεκριμένος νόμος περιελάμβανε και μια εξαίρεση συστημικού κινδύνου που αφορούσε τις μεγάλες τράπεζες, η οποία θα είχε πολύ περιορισμένη εφαρμογή ενώ θα απαιτούσε ομόφωνη απόφαση από την FDIC, την Ομοσπονδιακή Τράπεζα και τον Υπουργό Οικονομικών με τη σύμφωνη γνώμη του Προέδρου.

Φαινομενικά, οι εν λόγω περιορισμοί έθεταν σε αμφισβήτηση τη συνέχιση της πρακτικής «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν», για αυτό και μερικοί τους έδωσαν τον χαρακτηρισμό «εποικοδομητική αμφισημία». Παρόλα αυτά, τα χρόνια που ακολούθησαν (αρχές του 1990 έως και την κρίση του 2008), οι πιέσεις για ευνοϊκότερο κόστος χρηματοδότησης προς τις πολύ μεγάλες τράπεζες καθώς και η συμπεριφορά της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, όπως η διάσωση της Long-Term Capital Management το 1998 αλλά και οι αντίστοιχες κινήσεις που ακολούθησαν κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης με την διάσωση της Bear Stearns - 5^{ης} μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ - στις 16 Μαρτίου 2008 καθώς και των δύο μεγαλύτερων εταιριών στεγαστικής πίστης της Fannie Mae και Freddie Mac στις 7 Σεπτεμβρίου 2008, υποδήλωναν ότι οι πρακτικές «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» παρέμειναν ζωντανές.

Μια οπτική υποστηρίζει ότι οι ρίζες των πρακτικών «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» βρίσκονται στην ανεπαρκή ρύθμιση και εποπτεία, με αποτέλεσμα μεγάλες τράπεζες να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους καθώς επαναπαύονται ότι σε περίπτωση αποτυχίας θα τις διασώσει το κράτος. Πίσω από τα πακέτα διάσωσης υπάρχει η αιτιολογία ότι ο αντίκτυπος στον ηθικό κίνδυνο αντισταθμίζεται με το παραπάνω από την καταστροφή που θα προκύψει στις χρηματοπιστωτικές αγορές μια ξαφνική χρεοκοπία ενός hedge fund, επομένως για να αποτραπούν οι διασώσεις απαιτείται καλύτερη ρύθμιση και μεγαλύτερη εποπτεία.

Ωστόσο, τίθεται το ερώτημα μήπως οι ρυθμιστικές αρχές υπερβάλλουν με τις συστημικές απειλές. Βάσει μιας ανάλυσης που ακολούθησε τη διάσωση της Continental Illinois διαπιστώθηκε ότι το κλείσιμο της τράπεζας χωρίς την παροχή προστασίας προς τους ανασφάλιστους πιστωτές, δε θα οδηγούσε πολλές άλλες τράπεζες σε χρεοκοπία. Παρόλα αυτά ακόμη και μια μικρή πιθανότητα σημαντικών συστημικών ζημιών από μια επικείμενη χρεοκοπία μπορεί να οδηγήσει στο

συμπέρασμα ότι το αναμενόμενο κόστος της αδράνειας θα είναι πολύ υψηλό. Η υπόθεση της προαναφερθείσας υπερβολής συμβαδίζει με την άποψη ότι η επιμονή των πρακτικών «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» οφειλόταν στην αδυναμία των ρυθμιστικών αρχών και όχι σε ανεπαρκή ρύθμιση. Σε αυτή την περίπτωση, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις οι οποίες θα αλλάξουν τα κίνητρα και ενδεχομένως το κίνητρο της ρυθμιστικής νοοτροπίας.

Τέλος, οι πρακτικές «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» μπορεί να αποδοθούν στη μεγάλη αξία που δίνει το κράτος σχετικά με την επιβίωση των μεγάλων τραπεζών δημιουργώντας μια σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ τραπεζών και κράτους.

Στη συνεχόμενη προσπάθεια να εξορκίσουν τις πρακτικές «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» θεσπίστηκε ο νόμος Dodd-Frank το 2010 σύμφωνα με τον οποίο απαγορεύονται επίσημα μελλοντικές διασώσεις και αναστέλλονται οι πρακτικές που θα δημιουργήσουν απώλειες για τους φορολογούμενους. Προκειμένου να τηρηθούν οι απαγορεύσεις που υπαγορεύει ο συγκεκριμένος νόμος, δημιουργήθηκε μεταξύ άλλων, ένα νέο συμβούλιο για την Εποπτεία της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSOC) υπό την προεδρία τους Υπουργείου Οικονομικών και τη Συμμετοχή άλλων Ομοσπονδιακών υπηρεσιών με ευθύνες στον χρηματοοικονομικό τομέα. Στόχος του νέου συμβουλίου είναι ο εντοπισμός και η παρακολούθηση των κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ο συντονισμός πολιτικών αντιδράσεων. Ο νόμος επιπλέον απαιτεί από τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τα λεγόμενα SIFIs) να αναπτύξουν αξιόπιστα σχέδια επίλυσης γνωστά ως «διαθήκες ζωής» τα οποία θα επιτρέπουν την ασφαλή εκκαθάρισή τους σε περίπτωση χρεοκοπίας. Ο νέος αυτός νόμος Dodd-Frank ενισχύει επιθετικά τη ρύθμιση και την εποπτεία των μεγάλων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων επεκτείνοντας τη ρύθμιση του τραπεζικού τομέα και σε μη τραπεζικές εταιρίες ενώ καινοτομεί και με την προσθήκη για απαίτηση «ζωντανής διαθήκης» η οποία φαίνεται κρίσιμη αλλά παράλληλα εγείρει σημαντικά ερωτήματα.

Εν ολίγοις, ο προσδιορισμός του άριστου βαθμού παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό χώρο, παραμένει ακόμα υπό διερεύνηση καθώς μια καθολική υπερρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα θα περιόριζε ενδεχομένως την επέκτασή του, ενώ ολοκληρωτική εφαρμογή του κανόνα «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν» θα απελευθέρωνε τις δυνάμεις του συστημικού κινδύνου απομειώνοντας δραματικά τις ευθύνες μετόχων και στελεχών, νοθεύοντας τον ανταγωνισμό και ελαχιστοποιώντας την πειθαρχία στους κανόνες διαχείρισης κινδύνου.

Το πρόβλημα έγκειται στο ότι δεν ήταν ποτέ σαφές ποια τράπεζα ήταν πραγματικά σημαντική και μεγάλη παρά μόνο όταν τελικά διασωζόταν. Ανεξάρτητα, όμως από τον

προσδιορισμό του μέγιστου βαθμού παρέμβασης, η διάσωση της Bear Stearns αποτέλεσε κομβικό σημείο για την εδραίωση αυτής της πεποίθησης. Η παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ χορηγώντας \$30 δις προς την JP Morgan απέτρεψε την επίσημη πτώχευση της Bear Stearns οριστικοποιώντας όμως την επικράτηση του ηθικού κινδύνου καθώς η Bear Stearns είχε πολλά κοινά χαρακτηριστικά με την Lehman Brothers (α) ήταν η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα, (β) είχε μεγάλη έκθεση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής διαβάθμισης και (γ) μεγάλο ποσοστό εξάρτησης από την διατραπεζική αγορά προκειμένου να χρηματοδοτήσει καθημερινές της λειτουργίες. Το βασικό, όμως κοινό χαρακτηριστικό και των δύο τραπεζών, το οποίο αποτέλεσε ένα από τα αίτια κατάρρευσής τους ήταν ο υψηλός δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Τα δύο τεστ αντοχής (stress test) που ακολούθησαν την κατάρρευση της Bear Stearns χαρακτηρίστηκαν από ελλιπή έλεγχο και ολιγωρία των εποπτικών αρχών. Τα εν λόγω τεστ αντοχής σχεδιάστηκαν από αξιωματούχους της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης και πραγματοποιήθηκαν τέσσερις μήνες πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers. Σύμφωνα με τα δύο σενάρια διάσωσης της, σε περίπτωση ενέργειας αντίστοιχης με της Bear Stearns, το σενάριο προέβλεπε κεφαλαιακή ενίσχυση αξίας \$84 δις ενώ το δεύτερο σενάριο προέβλεπε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αξίας \$15 δις. Η διάσωση όμως των Fannie Mae και Freddie Mac, μόλις μια εβδομάδα πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers αποτέλεσε το επιστέγασμα της επικράτησης του ηθικού κινδύνου αλλά και πρόδιδε το υπόβαθρο της απόρριψης μιας σειράς σημαντικών προτάσεων με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας της Lehman Brothers και της υιοθέτησης μιας στρατηγικής μεγαλύτερου ρίσκου.

3.2 Έλλειψη εμπιστοσύνης από τους δανειστές¹⁶

Η αποτυχία της Lehman οφείλεται, εν μέρει, στην αδυναμία της να διατηρήσει την εμπιστοσύνη των δανειστών και των αντισυμβαλλόμενων αλλά και στην έλλειψη επαρκούς ρευστότητας. Μια σειρά επιχειρηματικών αποφάσεων οι οποίες της άφησαν πληθώρα μη ρευστοποιήσιμων - άμεσα - περιουσιακών στοιχείων, οδήγησαν στην αδυναμία διατήρησης της θέσης εμπιστοσύνης της προς τους δανειστές της. Επίσης, η εμπιστοσύνη της επλήγει περισσότερο, με τη δημοσιοποίηση ατυχών προσπαθειών για σχηματισμό στρατηγικών συνεργασιών, όπως η προσέγγιση στον Warren E. Buffett για πιθανές επενδύσεις ύψους \$3,5 δις οι οποίες όμως δεν ξεπέρασαν το στάδιο των

¹⁶ United States Bankruptcy Court Southern District of New York, «Report of Anton R. Valukas», Volume 2, 11/3/2010

προκαταρκτικών συζητήσεων. Τη χαριστική βολή στην διατήρηση της εμπιστοσύνης την έδωσαν οι μεγάλες απώλειες που αναφέρθηκαν το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2008 ύψους \$2,8 δις και \$3,9 δις αντίστοιχα, οι οποίες δεν συνοδεύονταν από κάποιο σχέδιο επιβίωσης.

Με την παραλίγο κατάρρευση της Bear Stearns, το Μάρτιο του 2008, έγινε σαφές ότι η στρατηγική ανάπτυξης της Lehman Brothers ήταν λανθασμένη σε τέτοιο βαθμό ώστε η επιβίωσή της ήταν πλέον σε κίνδυνο. Οι αγορές είχαν κλονιστεί από την κατάρρευση της Bear Stearns και η Lehman θα ήταν η επόμενη τράπεζα υπό κατάρρευση. Υψηλόβαθμα στελέχη της εποχής όπως ο τότε Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης Timothy Geithner, ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, Ben S. Bernanke, ο τότε Υπουργός Οικονομικών Henry Paulson και ο τότε Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Christopher Cox, μοιράζονταν την άποψη ότι η Lehman ήταν θέμα χρόνου να καταρρεύσει λόγω της μείωσης της αξίας της αλλά και των προβληματικών στοιχείων στο ενεργητικό της. Το θέμα ήταν ότι, και η ίδια η επενδυτική τράπεζα γνώριζε ότι η επιβίωσή της ήταν υπό αμφισβήτηση. Μετά την ανακοίνωση ζημιών το δεύτερο τρίμηνο του 2008, ο Richard S. Fuld (πρόεδρος της Lehman Brothers) ενημέρωσε τον τότε Υπουργό Οικονομικών Henry Paulson για το ενδεχόμενο περαιτέρω απωλειών το τρίτο τρίμηνο του 2008, ο οποίος με τη σειρά του τον συμβούλευσε να βρει αγοραστή ή κάποιο άλλο σχέδιο επιβίωσης άμεσα, διαφορετικά θα αντιμετώπιζε σοβαρό πρόβλημα επιβίωσης.

Η εν λόγω έλλειψη εμπιστοσύνης ήταν εμφανής στην απόδοση της μετοχής της Lehman Brothers, η οποία κατακύλησε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα ύστερα από την ανακοίνωση ζημιών το δεύτερο τρίμηνο του 2008. Συγκεκριμένα, από τις αρχές του έτους (2008) μέχρι το τέλος του δεύτερου τριμήνου, η μετοχή διαπραγματευόταν μεταξύ 66 δολαρίων (1 Φλεβάρη 2008) και 31,75 δολάρια (17 Μαρτίου 2008) αμέσως μετά την κατάρρευση της Bear Stearns. Ξεκινώντας από τον Ιούνιο του 2008, η τιμή της μετοχής της πλησίαζε τα χαμηλότερα επίπεδα σε εύρος 52 εβδομάδων υποχωρώντας κάτω από το φάσμα των 30\$ / μετοχή (επίπεδα στα οποία διαπραγματευόταν τον Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 1998, στον απόηχο της κατάρρευσης της Long-Term Capital Management και της ρωσικής κρίσης του δημοσίου χρέους). Η μείωση της τιμής της μετοχής της, οδήγησε τη Lehman σε κεφαλαιοποίηση ύψους \$19,2 δις (σχεδόν €7 δις χαμηλότερα από τη λογιστική της αξία).

Μελετώντας και την υπόλοιπη αγορά, τα γεγονότα του 2007 (όπως η κατάρρευση των δύο hedge funds της Bear Stearns), οδήγησαν άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην άντληση κεφαλαίων και την θωράκιση των ισολογισμών τους και ενώ ορισμένα στελέχη της Lehman αναγνώρισαν το γεγονός ότι έπρεπε να ξεφύγουν από τη στρατηγική ανάπτυξης (που εμφάνιζαν από το 2006) μειώνοντας την θέση τους σε ορισμένους τομείς, παρόλα αυτά δεν θεώρησαν αναγκαία την άντληση περαιτέρω κεφαλαίων.

Παρακάτω αναφέρονται τα σημαντικότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που προχώρησαν σε άντληση κεφαλαίων:

- Η επενδυτική τράπεζα Merrill Lynch, προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά \$6,2 δις σε κοινές μετοχές, μετά την ανακοίνωση ζημιών για το έτος 2007. Η τιμή πώλησης των μετοχών δόθηκε με έκπτωση (discount) στα \$48 (12,1% μειωμένη από την τρέχουσα τιμή στα \$54,63). Παράδειγμα το οποίο δεν δέχτηκε η Lehman Brothers η οποία αντίθετα ζητούσε υπεραξία των μετοχών της. Επιπλέον, τον Ιανουάριο εξέδωσε \$6,6 δις μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών σε Κορεάτες επενδυτές.
- Η τράπεζα Citibank, μετά την ανακοίνωση ζημιών για το έτος 2007 εξέδωσε \$30 δις προνομιούχων μετοχών εκ των οποίων τα \$7,5 δις αγοράστηκαν από τον Κρατικό επενδυτικό οργανισμό του Abu Dhabi στις 3 Δεκεμβρίου του 2007.
- Τον Δεκέμβριο του 2007, αφού ανακοίνωσε για πρώτη φορά ζημιές σε τρίμηνο εργασιών, η επενδυτική τράπεζα Morgan Stanley, προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά \$5 δις με επενδυτή έναν κινεζικό οργανισμό.
- Η Bank of America, η οποία τον Ιανουάριο του 2008 εξέδωσε συνολικά \$12,9 δις σε προνομιούχες και κοινές μετοχές.
- Η UBS, η οποία στις 30 Ιανουαρίου 2008 εξέδωσε \$11,7 δις προς την κυβέρνηση της Σιγκαπούρης και έναν άγνωστο επενδυτή από τη Μέση Ανατολή.

Αντιθέτως, η Lehman Brothers συνέχιζε την πάγια τακτική της επαναγοράς ιδίων μετοχών για να προλάβει τις φήμες περί διάσπασης οι οποίες ενδεχομένως να προέκυπταν από την έκδοση νέων μετοχών ως μέρος της διαδικασίας αποζημίωσής της. Παράλληλα, απέρριψε προτάσεις ενδεχόμενης στρατηγικής συνεργασίας από σημαντικούς και διεθνούς εμβέλειας οργανισμούς. Η απόφαση της επενδυτικής τράπεζας να μην αποδεχτεί τις προτάσεις που της έγιναν, συνέβαλαν σημαντικά στην μείωση της εμπιστοσύνης της αλλά και στην τελική της κατάρρευση. Οι λόγοι πίσω από την απόφασή της ήταν, αρχικά, η εστίασή της πίσω από την πώληση περιουσιακών στοιχείων (και όχι την άντληση κεφαλαίων). Και στις δύο περιπτώσεις θα βελτίωνε την

καθαρή μόχλευση της (που ήταν και ο στόχος της), ωστόσο προτίμησε να στραφεί προς την πώληση περιουσιακών στοιχείων με σκοπό να αφαιρέσει τα προβληματικά στοιχεία από το ενεργητικό της. Δεύτερον, η Lehman εξέφρασε την ανησυχία ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα σηματοδοτούσε στην αγορά ότι βρίσκεται σε αδύναμη θέση, γεγονός το οποίο θα αποδεικνυόταν επιζήμιο για την εξέλιξή της. Τρίτον, η πεποίθηση ότι οι προτάσεις που δεχόταν δεν απέδιδαν υπεραξία (premium) στην τότε τιμή διαπραγμάτευσής της, γεγονός που δεν τις έκανε ελκυστικές για περαιτέρω συμφωνία (αντίθετη στρατηγική από την Merrill Lynch, η οποία προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκπτωση όπως αναφέραμε παραπάνω).

- **Προτάσεις που απέρριψε η Lehman Brothers**

- I. Στις 9 Ιανουαρίου του 2008, η Lehman δέχτηκε πρόταση από τον επενδυτικό οργανισμό του Κουβέιτ (**Kuwait Investment Authority**) για αγορά μετοχών με έκπτωση από την τιμή διαπραγμάτευσής τους. Η Lehman εξέφρασε ενθουσιασμό για την ανάπτυξη μιας στενής εταιρικής σχέσης με την “KIA”, χωρίς παρόλα αυτά να δείξει ενδιαφέρον να προχωρήσει σε πώληση των μετοχών χωρίς να λάβει ένα είδος πριμοδότησης (premium) της τάξης του 12% (περίπου στα \$65 από τα \$58 τιμή κλεισίματος στις 11 Ιανουαρίου 2008). Αυτός ήταν και ο λόγος απόρριψής της εν λόγω πρότασης, σύμφωνα με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της Lehman Brothers Ευρώπης, Jeremy M. Isaacs.
- II. Τον ίδιο μήνα, συγκεκριμένα στις 31 Ιανουαρίου 2008, η Αναπτυξιακή Τράπεζα της Νότιας Κορέας (**Korea Development Bank**) εξέφρασε επενδυτικό ενδιαφέρον προς την Lehman Brothers προτείνοντας επένδυση \$2 έως \$3 δις με αντάλλαγμα μειωηφικό ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιό της. Ενώ η Lehman ήταν στην ευχάριστη θέση να διαπραγματεύεται με την “KDB” την αγορά μετοχών της στην ελεύθερη αγορά, παρόλα αυτά δεν αναζητούσε περαιτέρω άντληση κεφαλαίων σε μειωμένη τιμή από την τρέχουσα τιμή διαπραγμάτευσης. Ακολούθησε δεύτερος γύρος διαπραγματεύσεων αργότερα, οι οποίες ναυάγησαν στις 9 Σεπτεμβρίου του 2008, καθώς ο τότε Διευθύνων Σύμβουλος της Lehman Brothers, Dick Fuld απαίτησε ξανά πριμοδότηση της τάξης του 112,5% στην τρέχουσα τιμή, η οποία κυμαινόταν στα \$8, ζητώντας τιμή αγοράς στα \$17.
- III. Στις 15 Μαρτίου του 2008, ένα κρατικό επενδυτικό ταμείο από το Ντουμπάι (**Investment Corporation of Dubai**), πλησίασε την Lehman με πρόταση για αγορά μετοχών. Βάσει πρότερης συνεργασίας με την “ICD” και έχοντας εργαστεί για τις δυνατότητες χρηματοδότησης και επικάλυψης παραγώγων, η ICD, πίστευε ότι το μίγμα εργασιών και διαχείρισης της Lehman ήταν υγιές και για αυτό εκδήλωσε ενδιαφέρον για πραγματοποίηση επενδύσεων μαζί της με τη μορφή αύξησης

μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με την απάντηση της Lehman, η κατάσταση της από πλευράς κεφαλαίου και ρευστότητάς της ήταν σε αρκετά ισχυρή θέση ώστε να μην προχωρήσουν με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εκείνη τη στιγμή. Κλείνοντας τις διαπραγματεύσεις, η "ICD" άφησε ένα μικρό παράθυρο ανοιχτό για ενδεχόμενη μελλοντική συνεργασία, τοποθετώντας τον εαυτό της ως «κλήση πρώτης ανάγκης στην Μέση Ανατολή» στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Μετά την κατάρρευση της Bear Stearns, η Lehman αποφασίζει να στρέψει τις προσπάθειές της προς την άντληση πρόσθετων κεφαλαίων εντοπίζοντας υποψηφίους που επιθυμούν να επενδύσουν στρατηγικά στην εταιρία.

- IV. Στις 28 Μαρτίου του 2008, ο Richard Fuld (Διευθύνων Σύμβουλος της Lehman Brothers) και ο Διευθύνων Σύμβουλος και ιδρυτής της **Berkshire Hathaway**, Warren E. Buffett, συζητούν την πιθανότητα επένδυσης της τράπεζας Berkshire Hathaway, του ποσού των \$2 δις με τη μορφή προνομιούχων μετοχών. Παρά τις ανησυχίες του Buffet γύρω από την ακίνητη περιουσία, την υψηλή απόδοση επενδύσεων, τα δεσμευμένα δάνεια, τα παράγωγα και τα υπόλοιπα συναφή πιστωτικού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία της Lehman αλλά και την ύπαρξη ενός προβλήματος ύψους \$100 εκατ στην Ιαπωνία, το οποίο του απέκρυψε ο Fuld, ανακάλυψαν επίσης ότι υπήρχε κακή επικοινωνία αναφορικά με την τιμή μετατροπής. Συγκεκριμένα η Berkshire Hathaway, ήταν πρόθυμη να συμφωνήσει σε δικαίωμα μετατροπής στα \$40 ανά μετοχή, ενώ ο Fuld πίστευε ότι η προσφορά του Buffett προσέδιδε 40% υπεραξία στην τρέχουσα μετοχή (η οποία θα ήταν περίπου στα \$56 ανά μετοχή). Αξίζει να σημειωθεί ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής (στις 28 Μαρτίου του 2008) διαπραγματευόταν στα \$37,87. Παρά το γεγονός ότι, τα ίδια τα στελέχη της Lehman αναγνώριζαν ότι ενδεχόμενη επένδυση από τον Buffett θα προσέφερε ταυτόχρονα και μια «σφραγίδα έγκρισης», αποφάσισε να αρνηθεί την πρόταση καθώς είχε ήδη καλύτερες προσφορές για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τον Απρίλιο και δεν ήθελε να δώσει καλύτερους όρους στην Berkshire όταν έδινε λιγότερο ελκυστικούς όρους στους υπόλοιπους.
- V. Στα τέλη Μαΐου του 2008, συζητήσεις με την Hana Financial Group, οδήγησαν σε μια κοινοπραξία κορεατικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σχετικά με πιθανή επένδυση στην Lehman Brothers. Η σχεδιαζόμενη κοινοπραξία περιλαμβανόταν από την KDB (Korean Development Bank), την KIC (Korean Investment Corporation), την KNPS (Korean National Pension Service) και την HANA. Ύστερα από σειρά διαπραγματεύσεων και συναντήσεων, ο Fuld ενημέρωσε το Διοικητικό Συμβούλιο για το ενδεχόμενο ενός «δυναμικού ξένου εταίρου», ο οποίος θα

αναλάμβανε το 50% των κοινών μετοχών της Lehman Brothers, επισημαίνοντας ότι η δέουσα επιμέλεια ήταν σε εξέλιξη. Σημείωσε περαιτέρω, ότι συμβαλλόμενα μέρη συζήτησαν πιθανές κοινοπραξίες για τα εμπορικά ακίνητα, στεγαστικά δάνεια και την απόκτηση επενδυτικής τραπεζικής στη χώρα του εταίρου. Παρόλα αυτά στις 6 Αυγούστου και ενώ είχε αρχίσει η διαδικασία της επιμέλειας, η KDB είχε χάσει το ενδιαφέρον της για κοινοπραξίες εκφράζοντας την ανησυχία ότι η Lehman Brothers δεν είχε λάβει επαρκή απομείωση της εμπορικής ακίνητης περιουσίας της και ενυπόθηκων δανείων της, τα οποία θεωρούνταν απαραίτητα λόγω της συνεχούς επιδείνωσης της αγοράς ακινήτων. Οι παραπάνω ανησυχίες, οδήγησαν στην απόρριψη πρότασης κοινοπραξίας από την KDB.

- VI. Στα μέσα Ιουλίου, ξεκίνησαν οι συνομιλίες ανάμεσα στην Lehman και την Τράπεζα της Αμερικής (Bank of America), αναφορικά με την πραγματοποίηση συγχώνευσης, σύμφωνα με την οποία η Lehman θα κατείχε περίπου τα δύο τρίτα της προκύπτουσας εταιρίας. Παρά το γεγονός ότι ο ίδιος ο τότε Υπουργός οικονομικών Henry Paulson, παρότρυνε τον διευθύνοντα σύμβουλο της Τράπεζας της Αμερικής, Ken Lewis να προχωρήσει με την συγχώνευση προκειμένου να αποφευχθεί η κατάρρευση της Lehman Brothers, η συμφωνία δεν προχώρησε καθώς η Τράπεζα της Αμερικής δεν θεώρησε ότι η εν λόγω συμφωνία ήταν προς το συμφέρον της. Σύμφωνα με τον υπεύθυνο στρατηγικής ανάπτυξης και εκτελεστικού σχεδιασμού της Bank of America, Curl, η πρόταση της Lehman θεωρήθηκε ως μια επικίνδυνη πρόταση η οποία ενδεχομένως να έθετε σε κίνδυνο τις κερδοφόρες επιχειρήσεις της BofA λόγω των ευάλωτων επιχειρήσεων της Lehman Brothers.
- VII. Στις 10 Σεπτεμβρίου του 2008, ο Διευθύνων Σύμβουλος της Barclay, John Varley, ενημέρωσε την FSA (Financial Services Authority), ότι το συμβούλιο της Barclays εξετάζει την πιθανότητα συμφωνίας με τη Lehman Brothers αφού όμως τηρηθούν τρεις προϋποθέσεις: α) η συμφωνία να υποστηριχθεί από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Federal Reserve) β) να υπάρξει χρηματική υποστήριξη από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα και γ) να υπάρξει έκπτωση στην καθαρή αξία του ενεργητικού της Lehman Brothers. Στις 14 Σεπτεμβρίου όμως, η διαφωνία της Βρετανικής Επιτροπής Ελέγχου Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (Financial Services Authority), να παρακαμφθεί η νομοθετική διάταξη σύμφωνα με την οποία απαιτούνταν η επικύρωση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Barclays για την εξαγορά της Lehman Brothers από την Barclays οδήγησε στην ματαίωση της εν λόγω συμφωνίας.

3.3 Έλλειψη ρευστότητας¹⁷

Σύμφωνα με τις δημοσιοποιημένες καταστάσεις της, η Lehman Brothers διέθετε ικανή ρευστότητα προκειμένου να καλύψει αναμενόμενες ταμειακές εκροές για 12 μήνες, σε ένα περιβάλλον έντονης ρευστότητας. Συγκεκριμένα ανέφερε ότι διέθετε \$34 δις, στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 2008, \$45 δις στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2008 και \$42 δις στο τέλος του τρίτου τριμήνου του 2008. Σε κάθε περίπτωση, παρουσίαζε την ρευστότητά της απαλλαγμένη από χρέη και νομικά κολλήματα, ως εκ τούτου αποτελούνταν από περιουσιακά στοιχεία τα οποία μπορούσαν εύκολα και σε σύντομο χρονικό διάστημα να ρευστοποιηθούν.

Μετά την παραλίγο κατάρρευση της Bear Stearns, τον Μάρτιο του 2008, οι ρυθμιστικές αρχές, οι δανειστές αλλά και το επενδυτικό κοινό, στράφηκαν προς την επάρκεια της ρευστότητας της Lehman Brothers καθώς αποτελούσε τον βασικό δείκτη για την οικονομικής της «υγεία». Λίγες ημέρες, όμως, πριν την κατάθεση πτώχευσης της, η Lehman επιβαρυνόταν κυρίως από περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν μπορούσαν εύκολα και γρήγορα να μετατραπούν σε μετρητά. Επί της ουσίας, η Lehman ποτέ δεν κοινοποίησε επίσημα τόσο στο Διοικητικό της Συμβούλιο όσο και στους Οίκους Αξιολόγησης και το επενδυτικό κοινό, ότι δισεκατομμύρια δολάρια από ενέχυρα και καταθέσεις επηρέαζαν την ρευστότητά της. Παρόλα αυτά, τόσο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και η FED (Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής), γνώριζαν ότι σημαντικά ποσά που υπολογίζονταν ως ρευστότητα, στην ουσία αφορούσαν ενέχυρο και ήταν δεσμευμένα από τους δανειστές. Παράλληλα, δεν έλαβαν κανένα μέτρο προκειμένου να αναγκάσουν την Lehman να προσαρμόσει τις επίσημες εκθέσεις της με πραγματικά ρευστοποιήσιμα στοιχεία.

Το βασικό ερώτημα, είναι «πως μπορούσε η Lehman να υπολογίζει ως ρευστότητα, καταθέσεις, ενυπόθηκη περιουσία και επιβαρυνόμενα περιουσιακά στοιχεία;». Το σφάλμα έγκειται, κυρίως, στην ίδια την επενδυτική τράπεζα, αλλά και σε ένα βαθμό στην αδυναμία των ρυθμιστικών αρχών να ρυθμίσουν τις συγκεκριμένες πρακτικές καθώς, και στην έλλειψη ξεκάθਾਰου ορισμού, του τι συνίσταται ως ρευστοποιήσιμο στοιχείο.

Με δεδομένη την απουσία ξεκάθਾਰου ορισμού, η Lehman Brothers και οι ρυθμιστικές αρχές δημιούργησαν έναν δικό τους ορισμό. Συγκεκριμένα, η επενδυτική εταιρία δήλωσε ότι οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να ρευστοποιηθεί σε 5 ημέρες

¹⁷ Statement by Anton R. Valukas before the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment United States Senate regarding The Role of the Accounting Profession in Preventing Another Financial Crisis, April 6 2011

θεωρείτο κατάλληλο για την ρευστότητα της εταιρίας, ενώ, οι ρυθμιστικές αρχές εφάρμοσαν μια 24 – ωρη δοκιμή μετατροπής ενός περιουσιακού στοιχείου σε μετρητά.

Ο λόγος που η Lehman Brothers, δημοσιοποιούσε την ρευστότητά της, ήταν ότι αποτελούσε απαραίτητο συστατικό για τη διατήρηση εμπιστοσύνης των εμπορικών εταίρων της. Στις 9 Ιουνίου του 2008, μόλις τρεις μήνες πριν την κήρυξη πτώχευσής της, ανακοίνωσε ρευστότητα ύψους \$45 δις, τη μεγαλύτερη στα χρονικά της. Όταν, τον ίδιο μήνα ένας από τους εκκαθαριστές της Lehman, η Citibank απαίτησε \$2 δις σαν εγγύηση για την προθυμία της να συνεχίσει να εκκαθαρίζει τις συναλλαγές της Lehman.

Ενώ στις 10 Σεπτεμβρίου, 5 ημέρες πριν την κατάρρευση, η Lehman ανακοίνωσε δημοσίως ότι το ύψος της ρευστότητάς της κυμαινόταν στα \$41 δις. Δύο ημέρες μετά, στις 12 Σεπτεμβρίου του 2008, η επενδυτική τράπεζα είχε στην πραγματικότητα λιγότερα από \$2 δις άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Ουσιαστικά, δεν είχε επαρκή ρευστότητα να ανοίξει τις επιχειρήσεις της, την Δευτέρα 15 Σεπτεμβρίου 2008, όπου και κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Βάσει των παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι απαιτούνται ξεκάθαροι κανόνες, οι οποίοι ελέγχονται από εξωτερικούς συνεργάτες, αναφορικά με την πραγματική ρευστότητα και το κατά πόσο αυτή μπορεί να εξυπηρετήσει τους σκοπούς της άμεσα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η πρακτική Repo 105¹⁸

Οι συμφωνίες (ή σύμφωνα) επαναγοράς (repos), αποτελούν εργαλεία χρηματοδότησης κατά τα οποία ένα μέρος - στην περίπτωση μας η Lehman Brothers – μεταφέρει περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού σε ένα άλλο μέρος (δανειστή), ως εγγύηση για βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε μετρητά. Ταυτόχρονα, συμφωνεί να επιστρέψει τα χρήματα πλέον κάποιου τόκου και ο δανειστής επιστρέφει τα περιουσιακά στοιχεία, που είχε λάβει ως ενέχυρο.

Η εκτεταμένη χρήση των πρακτικών Repo 105 & Repo 108 από την Lehman Brothers κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2007 και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2008, χρησιμοποιήθηκε με στόχο τη μείωση της μόχλευσης στον ισολογισμό της. Σύμφωνα με την έκθεση του ελεγκτή Anton Valukas – την οποία συνέταξε με σκοπό να αποδώσει τα αίτια της κατάρρευσης της επενδυτικής τράπεζας – η Lehman Brothers χρησιμοποίησε τα εν λόγω «παραπλανητικά λογιστικά τεχνάσματα» ώστε να αποκρύψει προσωρινά από τα βιβλία της \$50 δις από «προβληματικά περιουσιακά στοιχεία».

Οι συναλλαγές Repo 105 είναι σχεδόν πανομοιότυπες με τα κοινά πρότυπα επαναγοράς, που τόσο η Lehman Brothers όσο και άλλες επενδυτικές τράπεζες, χρησιμοποιούν για την εξασφάλιση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησής τους. Σύμφωνα με ένα σύμφωνο επαναγοράς, η απομείωση που περιελάμβανε ήταν της τάξης του 2%, ενώ στην περίπτωση των Repo 105 και Repo 108 η απομείωση υπολογιζόταν σε 5% και 8% αντίστοιχα. Υπάρχει, όμως, μια βασική διαφορά, η Lehman στις εν λόγω συμφωνίες, με ειδικό όρο χαρακτήρισε τις συναλλαγές αυτές ως πώληση, παρά το γεγονός ότι ήταν υποχρεωμένη να προχωρήσει σε επαναγορά των τίτλων της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Με αυτό τον τρόπο απέκρυψε περιουσιακά στοιχεία από τον ισολογισμό της και χρησιμοποίησε τα έσοδα από την μεταβίβαση τους για να αποπληρώσει άλλες υποχρεώσεις. Η Lehman, αύξανε σταθερά τη χρήση των συναλλαγών Repo 105, κατά τις ημέρες που προηγούνταν από τις περιόδους αναφοράς, με σκοπό τη μείωση της (αναφερόμενης) καθαρής μόχλευσης και του ισολογισμού της. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι περιοδικές εκθέσεις της Lehman δεν αποκάλυπταν τον δανεισμό μετρητών μέσω των συναλλαγών Repo 105. Ουσιαστικά, χρησιμοποίησε τα μετρητά από τις εν λόγω συναλλαγές για να πληρώσει άλλες

¹⁸ ACCOUNTING FOR Transfers and Servicing of financial assets and extinguishments of liabilities, Statement of Financial Accounting Standards No. 140, September 2000

υποχρεώσεις μειώνοντας έτσι τόσο το ενεργητικό όσο και το παθητικό αλλά και τον δείκτη μόχλευσής της.

4.1. Χειραγώγηση του Ισολογισμού και του Δείκτη Μόχλευσης

Από τα μέσα του 2007, η αγορά άρχισε να απαιτεί από τις επενδυτικές τράπεζες να μειώσουν τη μόχλευση τους. Ενδεχόμενη αδυναμία τους θα μπορούσε να οδηγήσει σε υποβάθμισή τους από τους πιστοληπτικούς οίκους αξιολόγησης, γεγονός το οποίο θα είχε αρνητικές συνέπειες στο κόστος δανεισμού τους ενώ παράλληλα θα οδηγούσε σε κλονισμό της εμπιστοσύνης τους από τις αγορές.

Στην προσπάθειά της να βελτιώσει τον καθαρό δείκτη μόχλευσης, κινήθηκε προς την πώληση αποθεμάτων, το οποίο αποδείχτηκε ιδιαίτερα δύσκολο στα τέλη του 2007 και το 2008, καθώς τα αποθέματα προς πώληση της Lehman μετατράπηκαν σε «κολλώδη», με άλλα λόγια ήταν δύσκολο να πουληθούν χωρίς να υποστεί η Lehman σημαντικές απώλειες. Επιπλέον, θα ταλανιζόταν η εμπιστοσύνη των αγορών και παράλληλα θα δινόταν το μήνυμα ότι η Lehman δεν έχει δυνατά περιουσιακά στοιχεία στα χέρια της.

Με αυτό τον τρόπο και εν αγνοία του επενδυτικού κοινού, των οργανισμών αξιολόγησης, των ρυθμιστικών κυβερνήσεων αλλά και του διοικητικού συμβουλίου της, η Lehman μείωσε προσωρινά τον καθαρό ισολογισμό της, μέσω της πρακτικής Repo 105, στο τέλος του τέταρτου τριμήνου του 2007, του πρώτου και δεύτερου τριμήνου του 2008 κατά \$38,6 δις, \$49,7 δις και \$50,38 δις αντίστοιχα.

4.2. Πραγματικοί Λόγοι χρήσης των Repo 105

Ενώ ένα από τα αποτελέσματα της χρήσης των Repo 105 ήταν η λήψη χρηματοδότησης με αντάλλαγμα την ασφάλεια – η οποία δεν αντικατοπτρίζεται στις περιοδικές εκθέσεις της με τη μορφή δανεισμού ή υποχρεώσεων – από την άλλη πρόκειται για τον πιο δαπανηρό τρόπο εξασφάλισης της εν λόγω βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησής συγκριτικά με μια συνηθισμένη συναλλαγή επαναγοράς (Repo). Ως εκ τούτου ήταν προφανές ότι ο πρωταρχικός στόχος των συναλλαγών Repo 105 ήταν η μείωση των καθαρών στοιχείων του ισολογισμού καθώς και ο υπολογισμός του καθαρού δείκτη μόχλευσης. Με άλλα λόγια, οι συναλλαγές Repo 105 δεν χρησιμοποιήθηκαν για επαγγελματικούς λόγους αλλά για λογιστικούς λόγους – τη

μείωση της αναφερόμενης καθαρής μόχλευσης της Lehman και του καθαρού ισολογισμού της.

Είναι γεγονός ότι, η χρήση δεκάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων μέσω των συναλλαγών Repo 105 στο τέλος κάθε τριμήνου, στα τέλη του 2007 και στις αρχές του 2008, κατέστησε τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας παραπλανητικές. Πράγματι, σύμφωνα με τους ελέγχους που εκπονήθηκαν από ελεγκτές της Ernst & Young, δήλωσαν «ότι η σημαντικότητα αυτών των συναλλαγών ορίζεται ως κάθε αντικείμενο ξεχωριστά ή στο σύνολό τους, που τροποποιεί την καθαρή μόχλευση κατά 0,1 ή περισσότερο (συνήθως \$1,8 δις)». Με τη χρήση των συναλλαγών Repo 105, η Lehman Brothers τροποποίησε την καθαρή της μόχλευση όχι κατά δέκατα αλλά κατά ολόκληρες μονάδες.

Συγκεκριμένα, ο δημοσιευμένος καθαρός δείκτης μόχλευσης στις 30 Νοέμβρη 2007 (τέταρτο τρίμηνο 2007), στις 29 Φλεβάρη 2008 (πρώτο τρίμηνο 2008) και στις 31 Μαΐου 2008 (δεύτερο τρίμηνο 2008) ήταν 12,1, 15,4 και 12,1 αντίστοιχα. Ενώ χωρίς τη χρήση των συναλλαγών Repo 105 οι εν λόγω δείκτες θα ήταν 17,8, 17,3 και 13,9 αντίστοιχα όπως απεικονίζεται και στον παρακάτω πίνακα:

Ημερομηνία	Χρήση Repo 105	Δημοσιευμένη Καθαρή Μόχλευση	Μόχλευση χωρίς τη χρήση Repo 105	Διαφορά
Q4 2007	\$38,6 δις	16,1	17,8	1,7
Q1 2008	\$49,1 δις	15,4	17,3	1,9
Q2 2008	\$50,38 δις	12,1	13,9	1,8

Ενδεικτικά ακολουθούν, σε απλοποιημένη μορφή, πέντε πίνακες που αποδεικνύουν τις περιπτώσεις μιας συνηθισμένης συναλλαγής επαναγοράς (Repo) και μια επαναγοράς Repo 105 στον ισολογισμό και τους αντίστοιχους δείκτες μόχλευσης της Lehman Brothers.

4.3. Λογιστική Απεικόνιση των Συμφώνων Επαναγοράς Repo 105

Ας θεωρήσουμε τον ακόλουθο απλοποιημένο ισολογισμό για τη Lehman Brothers στα τέλη του 2007:

Πίνακας 4.1 Απλοποιημένος Αρχικός Ισολογισμός της Lehman Brothers 31/12/2007)

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκατ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκατ. \$)</u>	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυημένες Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες Συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες Υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Ακαθάριστη Μόχλευση*	29,63		
Καθαρή Μόχλευση**	16,67		

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

*Ακαθάριστη Μόχλευση - ενδεικτικά εδώ υπολογίζεται ως το σύνολο του ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια

**Καθαρή Μόχλευση - ενδεικτικά εδώ χρησιμοποιείται απλοποιημένος ορισμός της καθαρής μόχλευσης (Καθαρή Μόχλευση = Σύνολο Ενεργητικού - Εξασφαλισμένες Συμφωνίες) / Μετοχικό Κεφάλαιο

Αν υποθέσουμε ότι η Επενδυτική τράπεζα εκτελέσει ένα σύμφωνο επαναγοράς (Standard Repo) αξίας \$50 δις. Σε αυτή την περίπτωση, η εν λόγω μεταβολή θα φανεί και θα παραμείνει στον ισολογισμό της (αυξάνοντας τη ρευστότητα κατά \$50 δις και αντίστοιχα αυξάνοντας τις υποχρεώσεις κατά \$50 δις), ο οποίος θα έχει την παρακάτω μορφή την ημέρα πραγματοποίησης του συνηθισμένου συμφώνου επαναγοράς (Repo):

Πίνακας 4.2 Απλοποιημένος Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά την Πραγματοποίηση ενός Συνηθισμένου Συμφώνου Επαναγοράς

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκατ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκατ. \$)</u>	
Μετρητά	57.500	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυημένες Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	375.000
Εγγυηθείσες Συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες Υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	850.000	Σύνολο	850.000
Ακαθάριστη Μόχλευση*	31,48		
Καθαρή Μόχλευση**	18,52		

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Ως αποτέλεσμα της εν λόγω συναλλαγής, αυξάνονται ελαφρά οι δείκτες μόχλευσης, συγκριτικά με πριν. Αν υποθέσουμε ότι η επενδυτική τράπεζα, χρησιμοποίησε τα \$50 δις για την αποπληρωμή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, η επίδραση στον ισολογισμό θα ήταν ουδέτερη – καμία αύξηση τόσο ενεργητικού και παθητικού όσο και στην μόχλευση. Επαναφέροντας τον ισολογισμό στην αρχική του εικόνα (πίνακας 4.3)

Πίνακας 4.3 Απλοποιημένος Ισολογισμός της Lehman Brothers κατά τη λήξη ενός Συνηθισμένου Συμφώνου Επαναγοράς)

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκατ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκατ. \$)</u>	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	350.000	Εγγυημένες Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες Συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες Υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Ακαθάριστη Μόχλευση*	29,63		
Καθαρή Μόχλευση**	16,67		

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Παρά τις δηλώσεις της Lehman Brothers, ότι αντιμετώπισε όλα τα Σύμφωνα Επαναγοράς ως χρηματοοικονομικές συναλλαγές (ή δανεισμό), για λογιστικούς σκοπούς, στην περίπτωση όμως, των Συμφώνων Επαναγοράς «Repo 105» τις αντιμετώπισε ως πώληση. Ο εν λόγω επαναπροσδιορισμός, μιας συναλλαγής επαναγοράς από χρηματοδότηση (δανεισμό) σε πώληση¹⁹ επέφερε τις ακόλουθες συνέπειες στον ισολογισμό της Lehman Brothers:

- Τα μεταφερόμενα περιουσιακά στοιχεία, διαγράφονταν από τον ισολογισμό του πωλητή, καθώς θεωρούνταν πωληθέντα, για όλη τη διάρκεια ισχύος της συναλλαγής “Repo 105”, ακόμη και αν με τη λήξη αυτής της συναλλαγής ο αρχικός πωλητής υποχρεούνταν να τα ξαναγοράσει.
- Όταν μια συμφωνία επαναγοράς, χαρακτηρίζεται ως πώληση δεν καταγράφεται ως υποχρέωση και δεν απεικονίζεται στον Ισολογισμό, με αποτέλεσμα το σύνολο των υποχρεώσεων του εκχωρητή να μην αυξάνεται.
- Κατά συνέπεια, η μη καταγραφή των υποχρεώσεων επιστροφής της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, που εξασφάλισαν από τη συναλλαγή “Repo 105”, στο παθητικό του Ισολογισμού του πωλητή, έφερνε την Lehman Brothers σε θέση να δανειστεί δεκάδες δισεκατομμύρια δολάρια χωρίς να γνωστοποιήσει το δανεισμό.

Δεδομένου ότι η Lehman δεν φέρει καμία ευθύνη να επιστρέψει τα μετρητά που δανείστηκε (\$50 δις) οι υποχρεώσεις της παραμένουν αμετάβλητες και κατ’ επέκταση οι δείκτες μόχλευσης είναι ανεπηρέαστοι, τη στιγμή της συναλλαγής «Repo 105» (πίνακας 4.4)

¹⁹ Statement of Financial Accounting Standards No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities, September 2000

Πίνακας 4.4 Απλοποιημένος Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά την πραγματοποίηση ενός Συμφώνου Επαναγοράς "Repo 105")

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκατ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκατ. \$)</u>	
Μετρητά	57.500	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	300.000	Εγγυημένες Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	325.000
Εγγυηθείσες Συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες Υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	800.000	Σύνολο	800.000
Ακαθάριστη Μόχλευση*	29,63		
Καθαρή Μόχλευση**	16,67		

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Μέσω των συμφώνων επαναγοράς "Repo 105", η Lehman χρησιμοποιεί τα δανειακά κεφάλαια για να πληρώσει βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (πίνακας 4.5). Με αυτόν τον τρόπο μειώνει το σύνολο του Ενεργητικού της, μειώνοντας παράλληλα τους δείκτες μόχλευσης της.

Πίνακας 4.5 Απλοποιημένος Ισολογισμός της Lehman Brothers μετά τη μείωση των Υποχρεώσεων της, μέσω της Ρευστότητας του "Repo 105")

<u>Στοιχεία Ενεργητικού (σε εκατ. \$)</u>		<u>Στοιχεία Παθητικού & Καθαρής Θέσης (σε εκατ. \$)</u>	
Μετρητά	7.500	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	200.000
Χρηματοοικονομικά και άλλα αξιόγραφα	300.000	Εγγυημένες Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις	275.000
Εγγυηθείσες Συμφωνίες	350.000	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	150.000
Απαιτήσεις	20.000	Πληρωτέες Υποχρεώσεις	98.000
Λοιπά	<u>72.500</u>	Μετοχικό Κεφάλαιο	<u>27.000</u>
Σύνολο	750.000	Σύνολο	750.000
Ακαθάριστη Μόχλευση*	27,78		
Καθαρή Μόχλευση**	14,81		

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Με αυτόν τον τρόπο, η τράπεζα μείωσε τον δείκτη Καθαρής Μόχλευσης κατά - 1,85 μονάδες (από 29,63 σε 27,78).

Κατά τη λήξη της διάρκειας του συμφώνου επαναγοράς «Repo 105», η Lehman Brothers δανειζόταν το ποσό που όφειλε να αποπληρώσει και ως αντάλλαγμα λάμβανε τα στοιχεία του ενεργητικού που είχε μεταφέρει (στον δανειστή) ως ενέχυρο. Κατά συνέπεια, η αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού ισοσκελιζόταν με την αύξηση των στοιχείων του παθητικού, επαναφέροντας τόσο τον Ισολογισμό όσο και τον δείκτη καθαρής μόχλευσής στα αρχικά επίπεδα.

Μέσω της χρήσης των «Repo 105» η Lehman, αδιαμφισβήτητα κατόρθωσε να αποσπάσει σημαντική χρηματοδότηση, αν και από ότι φαίνεται αυτό δεν αποτελεί το πρωταρχικό της κίνητρο για να προχωρήσει στις εν λόγω συναλλαγές, καθώς θα μπορούσε να επιτύχει την ίδια χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος (μέσω συναλλαγών με συνήθη Repo). Ο βασικός της στόχος μέσω της διαδικασίας των Repo 105 ήταν να αφαιρέσει προσωρινά από τον Ισολογισμό της περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να δηλώσει χαμηλότερη καθαρή μόχλευση από αυτήν που πραγματικά είχε.

4.4. Ο λογιστικός σκοπός του μεγαλύτερου κουρέματος

Οι όροι “Repo 105” και “Repo 108” αναφέρονται ουσιαστικά στο «κούρεμα» της Lehman Brothers για την κάθε συναλλαγή. Το «κούρεμα²⁰» σε μια συναλλαγή Repo είναι η διαφορά ανάμεσα στην αξία των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιεί προκειμένου να εξασφαλίσει το δανεισμό και στο χρηματικό ποσό που δανείζεται. Χρησιμοποιώντας ένα απλοποιημένο παράδειγμα, για κάθε \$100 που δανείζεται (μέσω μιας συναλλαγής Repo 107) η Lehman οφείλει να μεταφέρει ως ενέχυρο στον δανειστή, περιουσιακά στοιχεία αξίας \$105 (δηλαδή 5% πάνω από το δανεισμό). Ως εκ τούτου, σε μια συναλλαγή “Repo 105”, στην οποία η Lehman δανείστηκε \$100 και δημοσίευσε \$105, το πραγματικό κούρεμα ήταν $(\$105 - \$100) / \$105 = 4,76\%$. Ομοίως, σε μια συναλλαγή “Repo 108” το «κούρεμα» θα ήταν $(\$108 - \$100) / \$108 = 7,4\%$.

Το 5% ή 8% απαιτούμενο «κούρεμα» που υποχρεώθηκε η Lehman ήταν μεγαλύτερο από το «κούρεμα» που θα αντιμετώπιζε σε μια συνηθισμένη συναλλαγή Repo το οποίο ανέρχεται στο 2%²¹. Ωστόσο, η διαφορά στο ύψος του «κουρέματος» ήταν το απαραίτητο συστατικό προκειμένου η Lehman να κάνει χρήση του SFAS 140, σύμφωνα με το οποίο μπορούσε να χαρακτηρίσει μια συναλλαγή χρηματοδότησης (δανεισμού) ως πώληση.

4.5. Συγκέντρωση της χρήσης των “Repo 105” και “Repo 108” στο τέλος κάθε τριμήνου

Σύμφωνα με στοιχεία αποδεικνυόταν ότι η Lehman έκανε χρήση των συναλλαγών “Repo 105” και “Repo 108” στο τέλος κάθε τριμήνου με σκοπό τη μείωση του

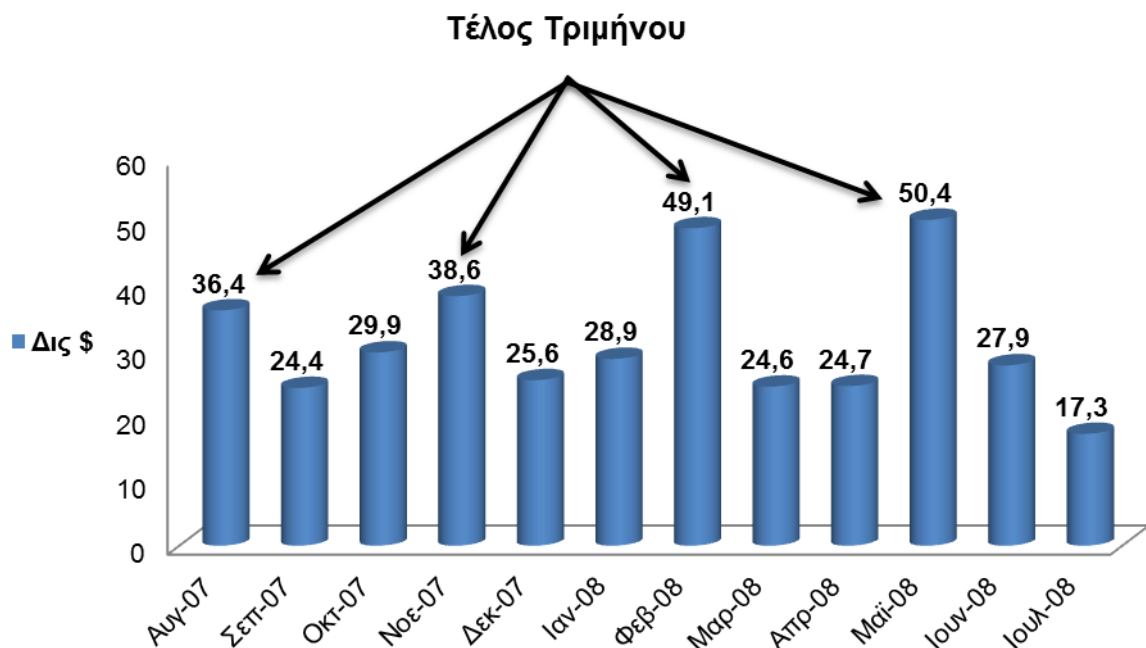
²⁰ All Business, Your Small Business Advantage, Business Glossary

²¹ Bloomberg.com, Agreement between Lehman, FRBNY and JP Morgan, 16/9/2008

δημοσιευμένου ισολογισμού της. Γεγονός, το οποίο επιβεβαιώνεται από την συγκέντρωση των εν λόγω συναλλαγών στα τέλη κάθε τριμήνου. Σε μεγάλο βαθμό, ανώτατα Στελέχη της Lehman Brothers αντιτίθεντο με την έντονη χρήση των “Repo 105”, στα τέλη των λογιστικών τριμήνων, εκφράζοντας παράλληλα την ανησυχία και τον κίνδυνο που ελλόχευε η εξάρτηση από την εκτεταμένη χρήση τους, δεδομένου ότι το Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board –FASB)²² μπορούσε δυνητικά να αλλάξει το SFAS 140.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζεται η κατακόρυφη αύξηση της χρήσης των συμφώνων επαναγοράς “Repo 105” κατά τη διάρκεια των τελευταίων ημερών του – προς δημοσίευση –τριμήνου.

Διάγραμμα 4.1. Εκτεταμένη χρήση των Συμφώνων Επαναγοράς “Repo 105” και “Repo 108”, στα τέλη των δημοσιευμένων τριμήνων



Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Στο παραπάνω διάγραμμα είναι ξεκάθαρη η εντατικοποίηση της χρήσης των “Repo 105” και “Repo 108” τον Αύγουστο 2007, Νοέμβριο 2007, Φεβρουάριο 2008 και Μάιο 2008. Ενδεικτικά, τον Φεβρουάριο του 2008 έκανε χρήση \$49,1 δις, από \$28,9 δις τον Ιανουάριο του 2008, ακολουθώντας μείωση τον επόμενο μήνα στα \$24,6 δις για να εκτοξευτεί ξανά στα \$50,4 δις τον Μάιο του 2008, τον μήνα κλεισίματος του δεύτερου

²² Financial Accounting Standards Board

τριμήνου. Η συστηματική χρήση των συμφώνων επαναγοράς “Repo 105” και “Repo 108” είχε σημαντική επίπτωση στον δημοσιευμένο καθαρό δείκτη μόχλευσης, γεγονός το οποίο γνώριζε η Διοίκηση της Lehman Brothers. Συγκεκριμένα, η επενδυτική τράπεζα, δημοσίευσε καθαρό δείκτη μόχλευσης μειωμένο από 9% έως και 12% και 15% κατά το πρώτο και δεύτερο τρίμηνο του 2008 αντίστοιχα. Στον παρακάτω πίνακα, απεικονίζεται η μείωση του δημοσιευμένου καθαρού δείκτη μόχλευσης (μέσω της χρήσης των “Repo 105” και “Repo 108”) για κάθε μία από τις αναφερόμενες περιόδους, το διάστημα από το τέταρτο τρίμηνο του 2006 έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2008.

Πίνακας 4.6 Σύγκριση Καθαρού Δημοσιευθέντος και Πραγματικού Δείκτη Μόχλευσης της Lehman Brothers

Εκατ. \$	Ημερομηνία Κλεισίματος Τριμήνου						
	30-Νοε 2006	28-Φεβ 2007	31-Μαΐ 2007	31-Αυγ 2007	30-Νοε 2007	29-Φεβ 2008	31-Μαΐ 2008
(α) Συνολικά στοιχεία Ενεργητικού μείον:	503.545	562.283	605.861	659.216	691.063	786.035	639.432
Ταμειακά Διαθέσιμα	-6.091	-6.293	-7.154	-10.579	-12.743	-16.569	-13.031
Εγγυημένες Συμφωνίες Δανεισμού	-225.156	-251.662	-257.388	-287.427	-301.234	-368.681	-294.526
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	-3.362	-3.531	-3.652	-4.108	-4.127	-4.112	-4.101
(β) Καθαρά Στοιχεία Ενεργητικού	268.936	300.797	337.667	357.102	372.959	396.673	327.774
(γ) Ίδια Κεφάλαια	19.191	20.005	21.129	21.733	22.490	24.832	26.276
(δ) Ενσώματα Ίδια Κεφάλαια	18.567	19.487	21.881	22.164	23.103	25.696	27.179
Δείκτης Μόχλευσης (α)/(γ)	26,2	28,1	28,7	30,3	30,7	31,7	24,3
Καθαρός Δείκτης Μόχλευσης (β)/(δ)	14,5	15,4	15,4	16,1	16,1	15,4	12,1
(ε) Χρήση Repo 105/108	24.519	27.284	31.943	36.407	38.634	49.102	50.383
Σε περίπτωση χρήσης Repo αντί για Repo 105/108							
Δείκτης Μόχλευσης ((α)+(ε))/(γ)	27,5	29,5	30,2	32,0	32,4	33,6	26,3
% αύξησης συγκριτικά με τον πραγματικό δείκτη μόχλευσης	5%	5%	5%	6%	6%	6%	8%
Καθαρός Δείκτης Μόχλευσης ((β)+(ε))/(δ)	15,8	16,8	16,9	17,8	17,8	17,3	13,9
% αύξησης συγκριτικά με τον καθαρό δείκτη μόχλευσης	9%	9%	9%	10%	10%	12%	15%

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Σύμφωνα με την έκθεση της ελεγκτικής εταιρίας Ernst & Young , όπως προαναφέρθηκε και στην παράγραφο «Πραγματικοί Λόγοι χρήσης των Repo 105», αναφέρει «ότι η σημαντικότητα αυτών των συναλλαγών ορίζεται ως κάθε αντικείμενο ξεχωριστά ή στο σύνολο τους, που τροποποιεί την καθαρή μόχλευση κατά 0,1 ή περισσότερο (συνήθως \$1,8 δις)». Ως αποτέλεσμα, η Lehman δημοσίευσε καθαρό δείκτη μόχλευσης (σε σχέση με τον πραγματικό) χαμηλότερο έως και 1,9 μονάδες (το δεύτερο τρίμηνο του 2008).

Προκειμένου να περιορίσουν το ρίσκο μεγάλης εξάρτησης από την χρήση των πρακτικών Repo 105, η Lehman Brothers έθεσε ένα πλαφόν επί των συνολικών Repo 105/108, το οποίο εκτιμάται στα \$25 δις για το 2007. Παρόλα αυτά σύμφωνα με στοιχεία της εταιρίας, η χρήση των πρακτικών Repo κατά το κλείσιμο του λογιστικού έτους 2007 ήταν \$36,4 δις, ενώ μέσα σε διάστημα 5 τριμήνων υπερδιπλασιάστηκε και από \$24,5 δις το τέταρτο τρίμηνο του 2006 άγγιξε τα \$50,3 δις το δεύτερο τρίμηνο του 2008, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 4.7 Σύνολο Συναλλαγών Επαναγοράς Repo 105/107 της Lehman Brothers

	Q4 '06	Q1 '07	Q2 '07	Q3 '07	Q4 '07	Q1 '08	Q2 '08
Repo 105	\$19.213	\$20.578	\$23.054	\$29.054	\$29.727	\$42.200	\$44.536
Repo 108	\$5.091	\$6.400	\$8.575	\$6.863	\$8.854	\$6.902	\$5.847
Σύνολο	\$24.519	\$27.284	\$31.943	\$36.407	\$38.634	\$49.102	\$50.383

Πηγή: UNITED STATES BANKRUPTCY COURT, Report of Anton Valukas, Volume 3

Αξίζει να σημειωθεί ότι, τόσο οι ελεγκτικές αρχές όσο και οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν είχαν επίγνωση της χρήσης των εν λόγω συμφώνων επαναγοράς από την Lehman Brothers. Τονίζοντας ότι απώτερος σκοπός της χρήσης τους ήταν η μείωση του δείκτη Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης στα δημοσιευθέντα τρίμηνα προκειμένου να αποφευχθεί δυνητική υποβάθμιση από τους Οίκους αξιολόγησης η οποία θα οδηγούσε σε αύξηση του κόστους δανεισμού και παράλληλη έλλειψη εμπιστοσύνης από τις αγορές.

Κεφάλαιο 5 – Έλεγχος και Εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ.

5.1. Ο ρόλος του ρυθμιστικού πλαισίου

Η ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης, αναφορικά με τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αναδείχθηκε ιδιαίτερα έντονη κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η παρ'ολίγον κατάρρευση της Bear Stearns, η πτώχευση της Lehman Brothers και η διάσωση της AIG (με τη μεσολάβηση του κράτους), αποτελούν τρανταχτά παραδείγματα των ελλείψεων και των κενών στον τρόπο λειτουργίας των εξώ –χρηματιστηριακών παραγώγων, ενώ παράλληλα δημιούργησαν προβληματισμό σε σχέση με τον ρόλο των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Το ζήτημα του ρυθμιστικού πλαισίου, ως αντικείμενο συζήτησης, πρωτοεμφανίστηκε το 1876 από τον Samuel Plimsoll²³, ο οποίος επινόησε τη λεγόμενη “Plimsoll Line” (μια γραμμή στο κύτος του πλοίου, όπου αναγράφεται το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο βύθισης και συνεπώς η μέγιστη φόρτωση του, ως πίεση στην κερδοσκοπία των ιδιοκτητών). Στην σύγχρονη οικονομική θεωρία, πρωτοπόρος της σημαντικότητας του ρόλου ενός ρυθμιστικού πλαισίου, αναδείχτηκε ο Stigler²⁴, ο οποίος διατύπωσε έναν εναλλακτικό ορισμό, τονίζοντας τις πολιτικές διαδικασίες οι οποίες αλλάζουν τα αποτελέσματα της αγοράς μέσω της άσκησης κυβερνητικών πιέσεων, ορίζοντας, παράλληλα, τις ομάδες ανθρώπων οι οποίοι κάτω από συγκεκριμένους κανόνες ωφελούνται από ένα καθαρά ορισμένο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Προκειμένου να τηρηθεί η αποτελεσματικότητα ενός θεσμικού πλαισίου απαιτείται ο ρόλος του²⁵ να εξασφαλίζει τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- Την επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών
- Ξεκάθαρο προσδιορισμό της δομής της λειτουργίας τους
- Την προστασία των επενδυτών

Η πετυχημένη, όμως εφαρμογή του ρόλου του, έγκειται και στη δυνατότητα προσαρμογής του στο εκάστοτε οικονομικό περιβάλλον. Παράλληλα, η λειτουργία του

²³ http://en.wikipedia.org/wiki/Samuel_Plimsoll

²⁴ The Bell Journal of Economics and Management Science, “The theory of economic regulation”, George J. Stigler, Vol 2, No 1 – Spring, 1971

²⁵ Συριόπουλος «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Τόμος Ι – Θεωρία & Ανάλυση», εκδόσεις Ανικούλα, Θεσ/κη 1999

ρυθμιστικού πλαισίου, δεν αποσκοπεί στην αυστηρή επιβολή περιορισμών της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών και στην αποτροπή τους να διαχειρίζονται τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Αντίθετα, θεμελιώδης ρόλος του είναι ο προσδιορισμός και η ποσοτικοποίηση του κινδύνου²⁶.

5.2 Οι στόχοι του ρυθμιστικού πλαισίου

Με γνώμονα, την αποτελεσματική λειτουργία του θεσμικού πλαισίου και κατ' επέκταση τον προσδιορισμό και την ποσοτικοποίηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, παρακάτω παραθέτονται οι κύριοι στόχοι του.

Συγκεκριμένα,

- Η διατήρηση του υγιούς ανταγωνισμού στην αγορά
- Η διαρκής αποτίμηση του κινδύνου της αγοράς
- Η αποτελεσματική υλοποίηση των δύο προαναφερθέντων στόχων

Όπως προκύπτει από την φύση τους, οι εν λόγω στόχοι, αλληλοεξαρτώνται και αλληλοκαλύπτονται. Παράλληλα, σε συνδυασμό με τον ρόλο του, ένα θεσμικό πλαίσιο οφείλει να καλύπτει τις παρακάτω παραμέτρους:

Να επιβλέπει τη δυνατότητα ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών καθώς και να προσδιορίζει τη δομή και την σωστή λειτουργία τους, λόγω της τάσης της απελευθέρωσης των αγορών αλλά και με δεδομένη τη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα και του αυξανόμενου ανταγωνισμού των ελεύθερων αγορών.

Επιπλέον, η προστασία των επενδυτών αποτελεί βασική προϋπόθεση του θεσμικού πλαισίου, ειδικά υπό το πρίσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στους διαμεσολαβητές και τους επενδυτές στο περιβάλλον των χρηματοοικονομικών αγορών. Παρόλα αυτά, η μεγάλη πλέον εξοικείωση των επενδυτών στους μηχανισμούς της αγοράς, σε συνδυασμό με τις αυστηρές κυρώσεις που έχουν πλέον επιβληθεί από τις εποπτικές αρχές καθιστούν πολύ δύσκολη μια ενδεχόμενη εξαπάτησή τους.

Συνοψίζοντας, απαιτούμενες προδιαγραφές ενός θεσμικού πλαισίου, αποτελούν η συχνή, έγκυρη και συστηματική ροή πληροφοριών στην αγορά κάτω από το πρίσμα διαφάνειας και γνωστοποίησης των συναλλαγών.

²⁶ International Monetary Fund, 17/4/2011

5.3 Η Επιτροπή της Βασιλείας²⁷

5.3.1 Το έργο της

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision)²⁸ ιδρύθηκε το 1974 με τη συμμετοχή 13 χωρών (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ). Η Επιτροπή της Βασιλείας εδρεύει στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements), όπου και συνεδριάζει κάθε τρεις μήνες.

Το έργο της Επιτροπής, στοχεύει στη διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος διαμορφώνοντας ίσους όρους ανταγωνισμού. Η Επιτροπή διατυπώνει ευρέα εποπτικά πρότυπα και κατευθύνσεις και προτείνει βέλτιστες πρακτικές, με την προσδοκία ότι οι επιμέρους εποπτικές αρχές θα λάβουν μέτρα για την εφαρμογή τους μέσω θεσμικών ή άλλων προσαρμογών, οι οποίες ενδείκνυνται για τα εθνικά τους συστήματα.

Η Επιτροπή δεν έχει τη μορφή υπερεθνικής εποπτικής αρχής και τα συμπεράσματά της δεν έχουν, ούτε υπήρχε ποτέ η πρόθεση να έχουν, δεσμευτική νομική ισχύ. Αντίθετα, παρέχει εκτεταμένες κατευθυντήριες γραμμές, οι οποίες μπορούν να προσαρμοστούν – από τις εποπτικές αρχές - στις εκάστοτε ρυθμιστικές πολιτικές κάθε χώρας.

Βασικός στόχος της, ήταν και είναι, η ενίσχυση της οικονομικής σταθερότητας με την βελτίωση της εποπτικής τεχνογνωσίας και της ποιότητας της τραπεζικής εποπτείας παγκοσμίως. Η Επιτροπή επιδιώκει να επιτύχει τους στόχους της, με τον καθορισμό ελάχιστων εποπτικών προτύπων, με τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των πρακτικών της εποπτείας των διεθνών τραπεζικών δραστηριοτήτων καθώς και με την ανταλλαγή πληροφοριών, αναφορικά με τις εθνικές εποπτικές ρυθμίσεις. Προκειμένου, να ασχοληθούν με τις προκλήσεις που παρουσιάζονται από διαφοροποιημένους χρηματοπιστωτικούς ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων, η Επιτροπή συνεργάζεται και με άλλους φορείς θέσπισης προτύπων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων από τις βιομηχανίες κινητών αξιών και ασφαλίσεων.

²⁷ Τράπεζα της Ελλάδος, «Διαβουλεύσεις άλλων φορέων, Η Επιτροπή της Βασιλείας»

²⁸ Bank of International Settlements : “History of the Basel Committee”, Last update 10/6/2013

Ένας ακόμα στόχος των εργασιών της, ήταν να καλύψει τα κενά της διεθνούς εποπτείας, έτσι ώστε, α) κανένα ξένο τραπεζικό ίδρυμα να μην ξεφύγει από την εποπτεία και β) ότι η εποπτεία να είναι επαρκής και συνεπής σε όλα τα κράτη μέλη.

Ανεξάρτητα από το γεγονός ότι οι κανόνες που θεσπίζει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν επιβάλλουν νομικά εξαναγκαστικό χαρακτήρα, η σημαντικότητα του έργου της καθίσταται απαραίτητη και εκτός του κύκλου των εποπτικών και νομισματικών αρχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους. Συγκεκριμένα, μεγάλο τμήμα του έργου της έχει υιοθετηθεί από αντίστοιχες εποπτικές αρχές κρατών μη μελών της, ενώ, είναι καθοριστικής σημασίας η επίδραση του έργου της στην προληπτική εποπτεία των τραπεζών, στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά αλλά και στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών.

5.3.2 Η Συμφωνία της Βασιλείας I (Basel I)

Η κεφαλαιακή επάρκεια σύντομα έγινε το επίκεντρο των δραστηριοτήτων της Επιτροπής. Στις αρχές της δεκαετίας του '80 η κρίση χρέους που ξέσπασε στην Λατινική Αμερική, ενέτεινε τις ανησυχίες της επιτροπής αναφορικά με την επιδείνωση των δεικτών κεφαλαίου των κυριότερων διεθνών τραπεζών, ειδικά σε μια περίοδο αυξανόμενων διεθνών κινδύνων. Σύμφωνα με τους αρχηγούς των G10, εκτιμάται, ότι τα μέλη της Επιτροπής αποφάσισαν να σταματήσουν τη διάβρωση των κεφαλαίων τους προς τα τραπεζικά συστήματα και να εργαστούν προς την κατεύθυνση μεγαλύτερης σύγκλισης αναφορικά με τη μέτρηση της κεφαλαιακής επάρκειας. Αυτό οδήγησε σε μια ευρεία συναίνεση, για μια σταθμισμένη προσέγγιση της μέτρησης του κινδύνου, τόσο εντός όσο και εκτός των ισολογισμών των τραπεζών.

Αποτέλεσε κοινή παραδοχή, στο πλαίσιο της Επιτροπής, η επιτακτική ανάγκη για μια πολυεθνική συμφωνία για την ενίσχυση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος και την παράλληλη αφαίρεση μιας πηγής άνισου ανταγωνισμού, που προέκυπτε από τις διαφορές των εθνικών κεφαλαιακών απαιτήσεων. Σε συνέχεια των παραπάνω, το Δεκέμβριο του 1987 δημοσιεύτηκε ένα σύστημα μέτρησης του κεφαλαίου, που συνήθως αναφερόταν ως η Συμφωνία της Βασιλείας, το οποίο εγκρίθηκε από τους αρχηγούς G10 και κυκλοφόρησε στις τράπεζες τον Ιούλιο του 1988. Η εν λόγω συμφωνία (the accord) – η οποία καθιερώθηκε ως «Συμφωνία της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια», αφορούσε τόσο στη διεθνή εναρμόνιση των κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και στον πιστωτικό κίνδυνο. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις της αναφέρονται παρακάτω:

- Στον τρόπο υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων, με σκοπό μια σταθμισμένη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, τόσο εντός όσο και εκτός του ισολογισμού τους.
- Στον προσδιορισμό των στοιχείων που θα περιλαμβάνονται στα ίδια κεφάλαια για τις ανάγκες του υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ως ο σημαντικότερος παράγοντας της διαχείρισης κινδύνων που τέθηκε από τις Εποπτικές Αρχές, είναι η Κεφαλαιακή Επάρκεια η οποία στοχεύει να θέσει ελάχιστο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να έχει κάθε πιστωτικό ίδρυμα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Για πρώτη φορά γίνεται συσχέτιση του ύψους των Ιδίων Κεφαλαίων με τον πιστωτικό κίνδυνο και καθιερώνεται συντελεστής φερεγγυότητας για την αντιμετώπισή του. Ο εν λόγω δείκτης ορίζεται ως ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος προς τα στοιχεία του ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία σταθμισμένα με τον κίνδυνο τους, ενώ η ελάχιστη τιμή του συντελεστή καθιερώθηκε στο 8% με σκοπό να καλύπτει τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης της υποχρέωσης του αντισυμβαλλομένου.

Η συμφωνία της Βασιλείας, επέβαλε ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, 8% απόλυτα εναρμονισμένο στο διεθνές εποπτικό σύστημα. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, σταθμίζονται ανάλογα με τον κίνδυνο που προκύπτει από τις μεταβολές των τιμών συναλλάγματος, μετοχών, επιτοκίων και λοιπών παραμέτρων της αγοράς.

Οι αρχικοί στόχοι της Συμφωνίας της Βασιλείας I επιτεύχθηκαν. Συγκεκριμένα, κατόρθωσε να εξασφαλίσει ένα επαρκές επίπεδο κεφαλαίου στο διεθνές πιστωτικό σύστημα, δημιουργώντας παράλληλα έναν ανταγωνιστικό κλάδο με σκοπό την εφικτή επιχειρηματική ανάπτυξη των πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά με επαρκή κεφαλαιακή υποστήριξη. Ουσιαστικά, η Βασιλεία I δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να προβούν σε μείωση των απασχολούμενων κεφαλαίων χωρίς αντίστοιχη μείωση του οικονομικού κινδύνου.

Στόχος του πλαισίου της «Αρχικής Συμφωνίας», ήταν να εξελίσσεται με την πάροδο του χρόνου. Αρχικά, τροποποιήθηκε με ένα έγγραφο το Νοέμβριο του 1991, στο οποίο επαναπροσδιορίζονται τα κριτήρια ένταξης των γενικών διατάξεων σε τραπεζικά κεφάλαια σύμφωνα με τους όρους του Αρχικού Συμφώνου της Βασιλείας I (γνωστό σε κάποιες χώρες ως γενικό δείκτη απώλειας αποθεματικών). Σκοπός του εν λόγω εγγράφου, είναι να καθορίσει τις γενικές διατάξεις με μεγαλύτερη ακρίβεια, έτσι ώστε να

εξασφαλίσει μεγαλύτερη συνέπεια στην έκταση κατά την οποία άγνωστες διατάξεις περιλαμβάνονται στο κεφάλαιο, αλλά και αποκλείονται στοιχεία που έχουν σχεδιαστεί για να παρέχουν υποβάθμιση του ρόλου συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων. Λίγο αργότερα, τον Απρίλιο του 1995, η Επιτροπή δημοσίευσε μια τροποποίηση της «Αρχικής Συμφωνίας», με ισχύ από τα τέλη του 1995, σύμφωνα με την οποία αναγνωρίζει τις επιδράσεις του διμερούς συμψηφισμού των πιστωτικών ανοιγμάτων των τραπεζών σε παράγωγα προϊόντα καθώς και την επέκταση των παραγόντων add-on.

Η σημαντικότερη τροποποίηση πραγματοποιήθηκε τον Απρίλιο του 1996, στην οποία εξηγεί πως τα μέλη της Επιτροπής αναγνωρίζουν τις επιδράσεις του πολυμελούς συμψηφισμού. Το συγκεκριμένο έγγραφο, παρέχει μια ερμηνεία του Συμφώνου Κεφαλαίου της Επιτροπής της Βασιλείας για τις τράπεζες που συμμετέχουν σε μια πολυμερή συμφωνία συμψηφισμού για συμβάσεις συναλλάγματος. Η συμφωνία, εστιάζει στην προώθηση κινδύνου αντικατάστασης και στο κόστος αντικατάστασης των ταμειακών ρών για τα ανεξόφλητα συμβόλαια συναλλάγματος σε περίπτωση αθέτησης του αντισυμβαλλομένου και όχι στον κίνδυνο του διακανονισμού. Συγκεκριμένα, παρουσιάζει μια μεθοδολογία για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής απαίτησης ενός συμμετέχοντος συμψηφισμού για τα τρέχοντα και ενδεχόμενα μελλοντικά πιστωτικά ανοίγματα. Καλείται επίσης να σχολιάσει δύο τεχνικές πτυχές της συμφωνίας: (1) τη μεταβλητότητα της τρέχουσας έκθεσης στο πλαίσιο του πολυμερούς συμψηφισμού σε σχέση με ένα διμερή συμψηφισμό και (2) την κατάλληλη «θεραπεία» της έκθεσης ενός συμμετέχοντος στις λεγόμενες «δευτερογενείς επιπτώσεις» που μπορεί να προκύψουν όταν δύο ή περισσότεροι, από τους άλλους συμμετέχοντες δεν είναι σε θέση να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους ταυτόχρονα.

Η Επιτροπή επεξεργάστηκε επίσης το πλαίσιο για την αντιμετώπιση κινδύνων, πέρα από τον πιστωτικό κίνδυνο, εκδίδοντας τον Ιανουάριο του 1996, τη λεγόμενη τροποποίηση του κινδύνου αγοράς με ισχύ από τα τέλη του 1997 το αργότερο. Η συγκεκριμένη τροποποίηση σχεδιάστηκε προκειμένου να ενσωματώσει στην αρχική συμφωνία, μια κεφαλαιακή απαίτηση για τους κινδύνους της αγοράς που απορρέουν από τα ανοίγματα των τραπεζών σε ξένο συνάλλαγμα καθώς και τις διαπραγματεύσεις χρεογράφων, μετοχών και εμπορευμάτων. Μια σημαντική πτυχή αυτής της τροπολογίας είναι ότι οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν εσωτερικά μοντέλα μέτρησης κινδύνου (value-at-risk models), ως βάση για τη μέτρηση απαιτήσεων της αγοράς επιχειρηματικών κεφαλαίων, ενώ υπόκεινται σε αυστηρές ποσοτικές και ποιοτικές προδιαγραφές. Μεγάλο μέρος των προπαρασκευαστικών

εργασιών, για το πακέτο του κινδύνου της αγοράς, ανέλαβε από κοινού με τις εποπτικές αρχές κεφαλαιαγοράς.

Σε συνέχεια των παραπάνω, καθίσταται σαφές πως αν και το πρώτο σύμφωνο της Βασιλείας I, έθεσε τα θεμέλια της προσπάθειας για την επιβολή διεθνών κανονισμών, στην πάροδο των χρόνων και δεδομένων των εξελίξεων φάνταζε πλέον παρωχημένο. Τα κενά της Αρχικής Συμφωνίας, γίνονταν ολοένα και πιο έντονα και δεν αντικατόπτριζαν τον πραγματικό βαθμό κινδύνου που αντιμετώπιζαν οι μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, ενώ δημιουργούσαν διαστρεβλωμένα κίνητρα δανειοδότησης. Δημιουργήθηκε, σαφής ανάγκη αντικατάστασής του με ένα πιο εξελιγμένο μοντέλο, το λεγόμενο «Βασιλεία II».

Το σύμφωνο της «Βασιλείας II», στοχεύει να ξεπεράσει τις αδυναμίες του πρώτου, αυξάνοντας τον αριθμό των κατηγοριών δανειοδότησης, βασιζόμενο επίσης, σε εσωτερικά συστήματα βαθμολόγησης κινδύνου. Παράλληλα, υιοθετεί μια νέα κατηγορία λειτουργικού κινδύνου, η οποία καλύπτει τομείς όπως τα συστήματα λογισμικού αλλά και την απειλή νομικών προσφυγών. Σε γενικές γραμμές αποτελεί σημαντικό βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση, αναγνωρίζοντας τη δυσαναλογία πληροφόρησης που επικρατεί ανάμεσα σε ελεγκτές και ελεγχόμενους σε ασταθείς κεφαλαιαγορές, παράλληλα στοχεύει να διατηρήσει την προσφορά κεφαλαίων σε ικανοποιητικά επίπεδα στο διεθνές οικονομικό σύστημα. Οι θέσεις του συμφώνου της «Βασιλείας II», διατυπώνονται αναλυτικά στην επόμενη ενότητα.

5.3.3 Η Συμφωνία της Βασιλείας II (Basel II): Το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας (The new Capital Framework)

Τον Ιούνιο του 1999, η Επιτροπή εξέδωσε πρόταση για ένα νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας, με σκοπό την αντικατάσταση του Συμφώνου του 1988, η οποία οδήγησε στην απελευθέρωση του αναθεωρημένου πλαισίου τον Ιούνιο του 2004, γνωστό ως «Βασιλεία II». Το αναθεωρημένο πλαίσιο περιλαμβάνει τρεις πυλώνες, συγκεκριμένα:

- Τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, τις οποίες προσπάθησε να αναπτύξει και να επεκτείνει στις τυποποιημένες διατάξεις όπως είχαν προβλεφθεί στη συμφωνία του 1988.

- Τον εποπτικό έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας ενός ιδρύματος και την εσωτερική διαδικασία αξιολόγησής του
- Την αποτελεσματική χρήση της δημοσιοποίησης ως κινητήριο μοχλό της πειθαρχίας στην αγορά αλλά και της ενθάρρυνσης υγιών τραπεζικών πρακτικών.

Το νέο πλαίσιο, σχεδιάστηκε για να βελτιώσει τον τρόπο με τον οποίο οι ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις αντανakλούν τους υποκείμενους κινδύνους για την καλύτερη αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής καινοτομίας, προϊόν των τελευταίων χρόνων²⁹. Με την κοινοποίηση του αναθεωρημένου πλαισίου, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, επανέλαβε ουσιαστικά την πρόθεσή της να διατηρήσει ενεργό διάλογο με τη βιομηχανία προκειμένου να εξασφαλίσει ότι το νέο πλαίσιο θα συμβαδίζει και μπορεί να εφαρμοστεί στις τρέχουσες εξελίξεις στον τομέα των χρηματοπιστωτικών εξελίξεων. Βασικός στόχος των εν λόγω αλλαγών, ήταν η επιβράβευση και η ενθάρρυνση για συνεχή βελτίωση της μέτρησης λειτουργικού κινδύνου και ελέγχου. Επιπλέον, περιλαμβάνει κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη ζημιών, οι οποίες ενδέχεται να προέλθουν από λειτουργικό κίνδυνο (προβλήματα σε τεχνικά συστήματα υποστήριξης, ανθρώπινα λάθη, φυσικές καταστροφές, παράνομες πράξεις).

Με τον όρο λειτουργικό κίνδυνο³⁰, αναφερόμαστε σε όλους του κινδύνους που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της και οφείλονται στον ανθρώπινο παράγοντα. Στο πρίσμα του λειτουργικού κινδύνου, ανήκουν κοινωνικά γεγονότα και καταστροφές και τρομοκρατικές ενέργειες (11^η Σεπτεμβρίου), τα οποία επιφέρουν μεγάλες οικονομικές συνέπειες.

Οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις (1^{ος} πυλώνας), τις οποίες στην αρχική συμφωνία συναντήσαμε στον ορισμό των ιδίων κεφαλαίων, ως 8% επί αυτών σε σχέση με το σταθμισμένο ενεργητικό, παραμένουν αμετάβλητες. Η βασική διαφοροποίηση προκύπτει από τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου και κατ' επέκταση στην εποπτική αντιμετώπιση των μέσων και τεχνικών μείωσης του κινδύνου, αλλά και στην καθιέρωση επιπρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον λειτουργικό κίνδυνο. Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, προκύπτει από δύο εναλλακτικές μεθόδους.

- Την τυποποιημένη μέθοδο (standardized), στην οποία οι συντελεστές στάθμισης προσδιορίζονται βάσει των διαβαθμίσεων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και

²⁹ Bank of International Settlements : “The Application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effect”, July 2005

³⁰ Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, Λειτουργικός / Επιχειρησιακός Κίνδυνος, (operational risk)

- την μέθοδο των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB), σύμφωνα με την οποία τα πιστωτικά ιδρύματα βασίζονται σε εσωτερικές εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των πιστούχων προκειμένου να εκτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο

Ο δεύτερος πυλώνας του Συμφώνου της Βασιλείας II, αναφέρεται στις προτάσεις για εποπτικό έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας ενός ιδρύματος. Σύμφωνα με τον συγκεκριμένο πυλώνα, προτείνεται η ευθυγράμμιση των εποπτικών αρχών στο σύνολο των κρατών μελών, μέσω εποπτικών πρακτικών οι οποίες εφαρμόζονται από την Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Βασικές προϋποθέσεις των εποπτικών αρχών είναι η παρακολούθηση της κεφαλαιακής επάρκειας, των συστημάτων διαχείρισης κινδύνου, η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, η έκθεση των κινδύνων, η ρευστότητα, οι λογιστικές αρχές και η ποιότητα της κερδοφορίας μιας τράπεζας. Η κάλυψη των παραπάνω παραμέτρων και η βαθιά γνώση τους για κάθε χρηματοοικονομικό ίδρυμα, δίνει τη δυνατότητα στις εποπτικές αρχές, να του επιβάλλουν τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, ψηλότερες από το ελάχιστο όριο 8%, ανάλογα πάντα με την εκτιμώμενη έκθεση κινδύνου της τράπεζας.

Αναφορικά με τη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης, το πλαίσιο εισαγάγει γενικές αρχές ώστε να διασφαλίζεται η κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία θα πρέπει να διαθέτουν σύστημα εκτίμησης κεφαλαιακής επάρκειας και να καθορίζουν τα κεφάλαια που απαιτούνται για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Οι εποπτικές αρχές με τη σειρά τους, αξιολογούν τους κινδύνους και τις διαδικασίες παρακολούθησης και μέτρησης τους και ενδέχεται να απαιτήσουν πρόσθετη κεφαλαιακή υποστήριξη σε περιπτώσεις κινδύνων οι οποίοι δεν καλύπτονται επαρκώς με κεφάλαια από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Η ενθάρρυνση υγιών τραπεζικών πρακτικών με σκοπό τη διαφάνεια και παρουσίαση των αναλαμβανόμενων κινδύνων, αποτελεί τον τρίτο πυλώνα του Συμφώνου της Βασιλείας. Τα τραπεζικά ιδρύματα που χαρακτηρίζονται ως υψηλού κινδύνου, θα επωμίζονται κυρώσεις μέσω υψηλότερων περιθωρίων επιτοκίου στο τραπεζικό δανεισμό και στο εκδιδόμενο χρέος. Καθίσταται υποχρεωτική η διαφάνεια των στοιχείων, η οποία επικεντρώνεται σε στοιχεία κεφαλαιακής επάρκειας, σύνθεσης των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, αναλυτικής παρουσίασης των κινδύνων και της διαχείρισής τους. Ένα άλλο στοιχείο που εξετάζει ο τρίτος πυλώνας, είναι η πειθαρχία της αγοράς. Μέσω της εισαγωγής διατάξεων, αναφορικά με το ύψος των αναλαμβανόμενων κινδύνων, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (έναντι των εν λόγω κινδύνων) αλλά και την στρατηγική που έχει υιοθετηθεί μέσω της διαφάνειας,

ενισχύεται η πειθαρχία της αγοράς. Παράλληλα, παρατηρείται αύξηση των εξασφαλίσεων έναντι των κινδύνων σε σχέση με τις εγγυήσεις έναντι απαιτήσεων.

Οι βασικές αρχές του Συμφώνου της Βασιλείας II αναφέρονται: α) στη συνολική διαδικασία εκτίμησης της κεφαλαιακής επάρκειας, των πιστωτικών ιδρυμάτων, αναλογικά με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν και τη στρατηγική τους και β) στις αξιολογήσεις των εποπτικών αρχών, αναφορικά με τις εσωτερικές εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σχετικά με την κεφαλαιακή τους επάρκεια, τη στρατηγική τους αλλά και την ικανότητα παρακολούθησης και συμμόρφωσης τους με τις διατάξεις που αφορούν τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, λαμβάνοντας τα απαραίτητα μέτρα.

Μια από τις βασικές αδυναμίες του Αρχικού Συμφώνου, ήταν ότι οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου ήταν απλές αφήνοντας περιθώρια για “Arbitrage”, επενδυτικές ευκαιρίες που επέφεραν κέρδος χωρίς ρίσκο, επί των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων. Επίσης στην Αρχική Συμφωνία, απαιτούνται ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, οι οποίες εμπλουτίστηκαν με ένα σύνολο προσθηκών και νέων επιλογών. Μια ακόμα σημαντική εξέλιξη του νέου πλαισίου, αφορά στον υπολογισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων, που προτείνει η Επιτροπή έναντι του λειτουργικού κινδύνου, το οποίο θέτει νέους κανόνες σε συνεργασία με τους εθνικούς φορείς και τις κεντρικές τράπεζες. Το γεγονός ότι ο λειτουργικός κίνδυνος δεν είναι εύκολα μετρήσιμος, προσθέτει μεγάλο βαθμό δυσκολίας στην διαδικασία.

Λαμβάνοντας υπόψη, το κοινό συμφέρον των τραπεζών και των χρηματιστηριακών εταιριών στα βασικά κενά της Αρχικής Συμφωνίας, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) εργάστηκε από κοινού με τη Διεθνή Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) με σκοπό να διαβουλευτεί με τους εκπροσώπους της βιομηχανίας και των άλλων εποπτικών αρχών για τα θέματα αυτά. Παρακάτω αναλύονται πέντε βασικά θέματα που σχετίζονται με την ταυτόχρονη αδυναμία να καλυφθούν υποχρεώσεις πιστωτών και εμπορικών δραστηριοτήτων πριν την εφαρμογή του αναθεωρημένου πλαισίου.

Συγκεκριμένα:

- Η αντιμετώπιση του κινδύνου αντισυμβαλλόμενου όσον αφορά παράγωγα διαπραγμάτευσης δικτύου αντιπροσώπων (over-the-counter), repos και συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων
- Η επεξεργασία διπλής αθέτησης υποχρέωσης (double-default effect) στις καλυπτόμενες συναλλαγές
- Η βραχυπρόθεσμη προσαρμοσμένη ωριμότητα στις εσωτερικές διαβαθμίσεις

- Βελτιώσεις στο ισχύον καθεστώς χαρτοφυλακίου συναλλαγών, αναφορικά με την μεταχείριση συγκεκριμένων κινδύνων
- Ο σχεδιασμός ειδικής μεταχείρισης για τις αποτυχημένες συναλλαγές και οι συναλλαγές που δεν διακανονίζονται μέσω ενός πλαισίου «παράδοση έναντι πληρωμής» (non-DvP)

Παρά το γεγονός ότι το συγκεκριμένο έργο ήταν αποτέλεσμα εργασίας της Επιτροπής της Βασιλείας και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, προκύπτει ότι αντιπροσωπεύει την προσπάθεια της Επιτροπής της Βασιλείας να βρεθούν προληπτικές θεραπείες για ορισμένα ανοίγματα που κατέχουν οι τράπεζες σύμφωνα με τα νέα πρότυπα του κεφαλαίου, όπως περιγράφονται στο αναθεωρημένο πλαίσιο. Ως εκ τούτου, το εν λόγω κείμενο αναφέρεται σε κανόνες τραπεζών, τραπεζικών ομίλων και λοιπών εταιριών που υπόκεινται σε κανόνες προληπτικής εποπτείας των τραπεζών. Παράλληλα, σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, σε ορισμένες περιπτώσεις οι εθνικές αρχές μπορούν να εφαρμόσουν τους συγκεκριμένους κανόνες όχι μόνο στις τράπεζες και τους τραπεζικούς ομίλους αλλά και σε επιχειρήσεις επενδύσεων ή συνδυαστικά σε τράπεζες και επιχειρήσεις επενδύσεων.

Στο αναθεωρημένο πλαίσιο παρέχεται μια σειρά από επιλογές για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων όσον αφορά τον πιστωτικό και τον λειτουργικό κίνδυνο, σύμφωνα με τις οποίες επιτρέπεται στις τράπεζες και στις εποπτικές αρχές επιλογή κατάλληλων προσεγγίσεων σύμφωνα με τις πράξεις και την οικονομική υποδομή της αγοράς τους³¹. Επιπλέον, το πλαίσιο επιτρέπει, σε περιορισμένο βαθμό, στην εθνική διακριτική ευχέρεια να παρεμβαίνει στις επιλογές που μπορούν να εφαρμοστούν αναφορικά με την προσαρμογή των προτύπων σε διαφορετικές συνθήκες των εθνικών αγορών. Παρόλα αυτά, απαιτούνται σημαντικές προσπάθειες από τις εθνικές αρχές ώστε να εξασφαλίζεται επαρκής συνέπεια στην εφαρμογή τους. Ρόλος της Επιτροπής είναι η παρακολούθηση και επανεξέταση της εφαρμογής του πλαισίου, κατά την προσεχή περίοδο, με στόχο την επίτευξη ακόμη μεγαλύτερης συνοχής.

Μια ακόμα σημαντική παράμετρος της λειτουργίας του νέου πλαισίου, είναι ότι η Επιτροπή έχει αναγνωρίσει ότι οι Εποπτικές Αρχές της χώρας καταγωγής μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην καθοδήγηση της ενισχυμένης συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών της χώρας υποδομής με γνώμονα την αποτελεσματική εφαρμογή. Η AIG ανέπτυξε πρακτικές ρυθμίσεις για την συνεργασία και τον συντονισμό, οι οποίες μειώνουν την επιβάρυνση εφαρμογής για τις τράπεζες και τη

³¹ Bank for International Settlements: “Basel II, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”, November 2005

διατήρηση των εποπτικών πόρων. Με βάση τις εργασίες της AIG και τις αλληλεπιδράσεις της με τις εποπτικές αρχές αλλά και τη βιομηχανία, η Επιτροπή έχει εκδώσει γενικές αρχές για τη διασυνωριακή εφαρμογή του αναθεωρημένου πλαισίου καθώς και πιο εστιασμένες αρχές για την αναγνώριση των λειτουργικών εξόδων κεφαλαίων, στο πλαίσιο προηγμένων μετρήσεων προσέγγισης τόσο για τις εποπτικές αρχές στην χώρα καταγωγής όσο και για την χώρα υποδοχής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, το αναθεωρημένο πλαίσιο είναι πιο ευαίσθητο στους κινδύνους (συγκριτικά με την Αρχική Συμφωνία του 1988), παρόλα αυτά χώρες όπου ο κίνδυνος στην τοπική τραπεζική είναι σχετικά υψηλός, οφείλει να εξετάσει εάν οι τράπεζες πρέπει να υποχρεούνται να διαθέτουν πρόσθετα κεφάλαια πέρα από το ελάχιστο που επιβάλλει η Βασιλεία. Σύμφωνα πάντα με το νέο πλαίσιο, η Επιτροπή έχει επίγνωση του γεγονότος ότι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των κανονιστικών και λογιστικών προσεγγίσεων τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο μπορεί να έχουν σημαντικές συνέπειες για τη συγκρισιμότητα των προκυπτουσών μέτρων της κεφαλαιακής επάρκειας και των δαπανών που συνδέονται με την εφαρμογή αυτών των προσεγγίσεων. Θεωρεί επίσης, ότι οι αποφάσεις όσον αφορά τις αναμενόμενες και απροσδόκητες ζημιές, αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση. Προτίθενται επίσης να συνεχίσει να διαδραματίζει ενεργό ρόλο στο διάλογο με τις λογιστικές αρχές σε μια προσπάθεια να μειώσει, στο μέτρο του δυνατού, ακατάλληλες διαφορές μεταξύ των κανονιστικών και λογιστικών προτύπων.

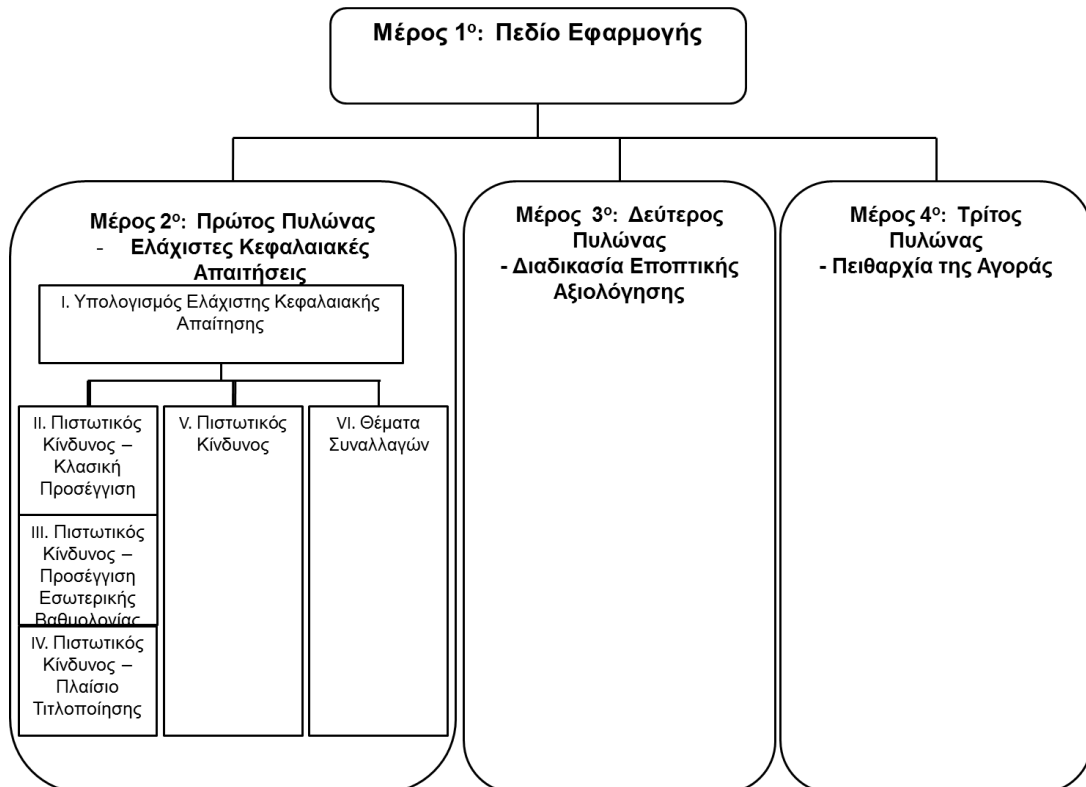
Ένας τομέας στον οποίο η Επιτροπή προτίθεται να αναλάβει πρόσθετη δράση μακροπρόθεσμα, είναι σε σχέση με τον ορισμό του επιλέξιμου κεφαλαίου. Αρχικά το κίνητρο για αυτό, είναι το γεγονός ότι οι αλλαγές στην αντιμετώπιση των αναμενόμενων και μη αναμενόμενων ζημιών και των σχετικών αλλαγών των διατάξεων του πλαισίου τείνουν να μειώσουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις. Επιπλέον, συγκλίνουν σε ένα ενιαίο διεθνές πρότυπο βάσει του παρόντος πλαισίου, το οποίο θα απαιτήσει τελικά την αναγνώριση ενός συμφωνημένου συνόλου κεφαλαιακών μέσων που είναι διαθέσιμα για την απορρόφηση απρόβλεπτων ζημιών στη βάση της συνεχούς λειτουργίας.

Η Επιτροπή επιδιώκει επίσης να συνεχίσει τις επαφές με τον τραπεζικό κλάδο σε μια συζήτηση για τις επικρατούσες πρακτικές διαχείρισης κινδύνου, συμπεριλαμβανομένων των πρακτικών που αποσκοπούν να παράγουν ποσοτικά μέτρα του κινδύνου και του οικονομικού κεφαλαίου. Κατά την τελευταία δεκαετία ένας σημαντικός αριθμός τραπεζικών οργανισμών έχει επενδύσει πόρους στη μοντελοποίηση του πιστωτικού κινδύνου που προκύπτει από σημαντικές επιχειρηματικές δραστηριότητες. Τα μοντέλα αυτά στοχεύουν στην ποσοτικοποίηση, συγκέντρωση και διαχείριση του πιστωτικού

κινδύνου ανεξάρτητα από το προϊόν ή τη γεωγραφία. Επιπλέον, η Επιτροπή πιστεύει ότι η επιτυχής εφαρμογή του αναθεωρημένου πλαισίου θα παρέχει στις τράπεζες και στις εποπτικές αρχές την απαραίτητη εμπειρία που απαιτείται για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων.

Το εν λόγω έγγραφο διαιρείται σε τέσσερα μέρη, όπως απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:

Πίνακας 5.1. Πυλώνες Εφαρμογής του Συμφώνου της Βασιλείας II



Πηγή: Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards

Το πρώτο μέρος, το πεδίο εφαρμογής, περιγράφει πως πρέπει να εφαρμόζονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις εντός του τραπεζικού ομίλου. Στο δεύτερο μέρος, προβλέπεται ο υπολογισμός των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων αναφορικά με τον πιστωτικό και λειτουργικό κίνδυνο καθώς και θέματα που αφορούν το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Ενώ στο τρίτο και τέταρτο μέρος, περιγράφονται τα μέρη αναφορικά με τον εποπτικό έλεγχο και την πειθαρχία της αγοράς αντίστοιχα.

Τέλος ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τα οφέλη και τα κόστη, όπως προκύπτουν από το Σύμφωνο της Βασιλείας II.

Πίνακας 5.2 Οφέλη και Κόστη του Συμφώνου της Βασιλείας II

Οφέλη	Κόστη
Μείωση των αναγκών κεφαλαίου	Θέμα κόστους συστημάτων και διαδικασιών
Καλύτερη διαχείριση κινδύνου	Κόστη σχετικά με τα εργαλεία συλλογής δεδομένων
Βελτιωμένη σχέση εποπτικών αρχών	Κόστη βελτίωσης πληροφοριακών συστημάτων και εξειδίκευσης προσωπικού
Βελτιωμένη πιστωτική υπηρεσία	Πολυπλοκότητα συστημάτων και απαιτούμενων διαδικασιών
Καλύτερη γνωστοποίηση	Έλλειψη κατάρτισης

Πηγή: ΑΧΕΠΕΥ (Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Η Νέα Συμφωνία της Επιτροπής της Βασιλείας II, report 02/07

5.3.4 Η Συμφωνία της Βασιλείας III (Basel III)

Ακόμα και πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers, ήταν εμφανής η ανάγκη μιας ουσιαστικής ενίσχυσης του πλαισίου της Βασιλείας II. Ο τραπεζικός τομέας είχε εισέλθει στην κρίση με μεγάλα ποσοστά μόχλευσης και ανεπαρκή αποθέματα ρευστότητας. Αυτές οι αδυναμίες συνοδεύονταν από κακή διακυβέρνηση της χώρας και χειρίστη διαχείριση κινδύνων. Ο συνδυασμός των παραπάνω παραγόντων μαρτυρούσε την κακή εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας καθώς και την υπερβολική πιστωτική επέκταση.

Απαντώντας στους παραπάνω παράγοντες κινδύνου, η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε κάποιες βασικές αρχές για την ορθή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας και εποπτείας³², τον ίδιο μήνα που η Lehman Brothers απέτυχε. Τον Ιούλιο του 2009, η Επιτροπή εξέδωσε ένα νέο πακέτο εγγράφων για την ενίσχυση της Βασιλείας II, κυρίως πίσω από την ενίσχυση πολύπλοκων θέσεων τιτλοποίησης, επενδυτικά εργαλεία εκτός ισολογισμού και ανοίγματα του χαρτοφυλακίου συναλλαγών. Αυτές οι βελτιώσεις ήταν μέρος μιας ευρύτερης προσπάθειας για την ενίσχυση της ρύθμισης και της εποπτείας των διεθνών τραπεζών υπό το πρίσμα των αδυναμιών που αποκάλυψε η οικονομική κρίση στην αγορά.

³² Bank of International Settlements, Principles for Sound Risk Management and Supervision – final document, September 2008

Συγκεκριμένα, οι βασικές αυτές αρχές αναφέρουν χαρακτηριστικά, ότι η αναταραχή στην αγορά που ξεκίνησε στα μέσα του 2007, έφερε στην επιφάνεια εκ νέου την σημασία της ρευστότητας για τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και του τραπεζικού τομέα. Την εποχή, πριν την κρίση, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων ήταν σε υψηλά επίπεδα και η χρηματοδότηση ήταν άμεσα διαθέσιμη και σε χαμηλό κόστος. Η αντιστροφή των συνθηκών της αγοράς αποδεικνύει πόσο γρήγορα μπορεί να εξατμιστεί η ρευστότητα και η έλλειψη ρευστότητας μπορεί να διαρκέσει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Επίσης, το τραπεζικό σύστημα τέθηκε υπό σοβαρή πίεση η οποία κατέστησε αναγκαία τη δράση των κεντρικών τραπεζών για την υποστήριξη τόσο της λειτουργίας των αγορών χρήματος όσο και των επιμέρους θεσμικών οργάνων.

Λίγο αργότερα, τον Φεβρουάριο του 2008, η Επιτροπή της Βασιλείας δημοσίευσε θέματα Διαχείρισης Κινδύνου Ρευστότητας και Εποπτικών Προκλήσεων για την Τραπεζική Εποπτεία. Στο εν λόγω έγγραφο, επισημαινόταν ότι πολλές τράπεζες παρέλειψαν να λάβουν υπόψη τους μια σειρά από βασικές αρχές της διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, σε μια περίοδο όπου υπήρχε άφθονη. Προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη, οι εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς και τα διδάγματα που αντλήθηκαν από την αναταραχή, η Επιτροπή της Βασιλείας προέβη σε ριζική αναθεώρηση των δύο χιλιάδων πρακτικών για τη διαχείριση της ρευστότητας των Τραπεζικών Οργανισμών. Συγκεκριμένα, πιο λεπτομερείς οδηγίες αναφέρεται στους εξής τομείς:

- Τη σημασία καθιέρωσης ενός δείκτη ανοχής σε καταστάσεις κινδύνου ρευστότητας
- Τη διατήρηση ενός επαρκούς επιπέδου ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένου και του «μαξιλαριού ασφαλείας» των ρευστών διαθεσίμων
- Η ανάγκη κατανομής του κόστους ρευστότητας, των κινδύνων και ωφελειών σε όλες τις σημαντικές επιχειρηματικές δραστηριότητες
- Την αναγνώριση και καταμέτρηση του πλήρους φάσματος των κινδύνων ρευστότητας
- Την ανάγκη ισχυρού επιχειρησιακού σχεδίου έκτακτης χρηματοδότησης
- Τη διαχείριση της ημερήσιας ρευστότητας και εγγυήσεων
- Τη δημοσιοποίηση της προώθησης της πειθαρχίας της αγοράς

Έχει επίσης αυξηθεί σημαντικά, η καθοδήγηση των Εποπτικών αρχών, η οποία τονίζει τη σημασία των Εποπτικών αρχών να εκτιμήσουν την επάρκεια του πλαισίου διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας μιας τράπεζας καθώς και το επίπεδο ρευστότητάς της και στη συνέχεια να προτείνει μέτρα τα οποία οι Εποπτικές αρχές οφείλουν να

λαμβάνουν εφόσον τα παραπάνω κρίνονται ανεπαρκή. Οι αρχές αυτές, τονίζουν επίσης τη σημασία της αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών και άλλων βασικών ενδιαφερομένων, όπως οι κεντρικές τράπεζες, ιδιαίτερα σε περιόδους πίεσης.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι ενώ η καθοδήγηση επικεντρώνεται στη διαχείριση κινδύνου ρευστότητας σε μεσαίες και μεγάλες πολύπλοκες τράπεζες, μπορούν να εφαρμοστούν σε όλους τους τύπους τραπεζών. Η εφαρμογή των υγιών αρχών από τις τράπεζες και τις εποπτικές αρχές πρέπει να είναι προσαρμοσμένα στο μέγεθος, τη φύση της επιχείρησης και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων της τράπεζας. Επίσης, η τράπεζα και οι εποπτικές αρχές, οφείλουν να εξετάσουν τον ρόλο της τράπεζας στους τομείς χρηματοπιστωτικών κλάδων που δραστηριοποιείται καθώς και τη συστημική σημασία της τράπεζας σε αυτούς τους κλάδους. Η Επιτροπή της Βασιλείας αναμένει τις τράπεζες και τις εθνικές εποπτικές αρχές, να εφαρμόσουν τις αναθεωρημένες αρχές άμεσα και εξονυχιστικά και στη συνέχεια θα επανεξετάσει ενεργά την επίτευξη της προόδου στην εφαρμογή των αρχών.

Τον Σεπτέμβριο του 2010³³, ανακοινώθηκαν υψηλότερα παγκόσμια πρότυπα ελάχιστων κεφαλαίων για τις εμπορικές τράπεζες. Γεγονός το οποίο αποτελεί συνέχεια της συμφωνίας που επετεύχθη τον Ιούλιο³⁴, σχετικά με τον συνολικό σχεδιασμό της δέσμης μεταρρυθμίσεων του κεφαλαίου και της ρευστότητας, πλέον γνωστά και ως Βασιλεία III. Ενώ τον Νοέμβριο του 2010³⁵, τα νέα πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας εγκρίθηκαν στη Σύνοδο Κορυφής των ηγετών των G20 στη Σεούλ.

Κατά τη συγκεκριμένη συνεδρίαση, συμφωνήθηκε ανάμεσα σε άλλα, ότι ο δείκτης κάλυψης της ρευστότητας και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης θα υπόκεινται σε μια περίοδο παρατήρησης, η οποία θα περιλαμβάνει ρήτρα επανεξέτασης για την αντιμετώπιση τυχόν απρόβλεπτων συνεπειών. Αξίζει να σημειωθεί, ότι σημαντικοί παράγοντες του σχεδιασμού και της στρατολόγησης του πλαισίου της Βασιλείας III ήταν τα αποτελέσματα μιας ποσοτικής έρευνας (Quantitative Impact Study) που διεξήχθη κατά τη διάρκεια του 2010, σε συνδυασμό με τις οικονομικές αναλύσεις της αξιολόγησης της Επιτροπής.

³³ Bank of International Settlements, Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, 12 September 2010

³⁴ Bank of International Settlements, The Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package, 26th July 2010

³⁵ Bank of International Settlements, Results of the December 2010 meeting of the Basel Committee on Banking Supervision, 1st December 2010

Επιπλέον, η Επιτροπή εξέτασε θέματα που σχετίζονται με τα συστημικά τραπεζικά ιδρύματα παγκοσμίως. Οι συγκεκριμένες τράπεζες οφείλουν να έχουν την ικανότητα απορρόφησης ζημιών, πέρα από τα πρότυπα της Βασιλείας III, και οι εργασίες στο θέμα αυτό συνεχίζονται στην Επιτροπή και στο Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board). Η Επιτροπή εξέτασε μια προσωρινή μεθοδολογία, η οποία περιλαμβάνει τους ποσοτικούς και ποιοτικούς δείκτες, προκειμένου να βοηθήσει τις εθνικές αρχές στην αξιολόγηση της συστημικής σπουδαιότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε παγκόσμιο επίπεδο. Επίσης, συζήτησε τη διασυννοριακή εξυγίανση των τραπεζών, βάσει της οποίας συμφωνήθηκε να προβούν σε περαιτέρω ενέργειες για την αξιολόγηση της προόδου σε εθνικό και πολυεθνικό επίπεδο με σκοπό να υιοθετηθούν και να εγκριθούν βελτιώσεις, οι οποίες ενισχύουν την ικανότητα των αρχών να διαχειριστεί και να επιλύσει τα προβληματικά τραπεζικά ιδρύματα με τρόπο που να ελαχιστοποιεί διαταραχές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το έργο αυτό (το οποίο έχει αναληφθεί σε συνεργασία με το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board – FSB), στοχεύει να βοηθήσει τις εθνικές αρχές στις εθνικές μεταρρυθμίσεις τους και να ενισχύσει την σύγκλιση των τραπεζικών αρμοδιοτήτων διαχείρισης κρίσεων μεταξύ προέλευσης και υποδομής των εποπτικών αρχών, η οποία αποτελεί σημαντικό στοιχείο για την επίτευξη αποτελεσματικής διασυννοριακής επίλυσης κρίσεων.

Η Επιτροπή της Βασιλείας, σημείωσε σημαντική πρόοδο όσον αφορά στην επικαιροποίηση των κανόνων της για κεφαλαιοποίηση των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών σε αντισυμβαλλομένους. Σύμφωνα με τις απαιτήσεις των ηγετών των G20, η Επιτροπή θα αξιολογεί τον αντίκτυπο του ρυθμιστικού καθεστώτος για τη χρηματοδότηση του εμπορίου στο πλαίσιο των χωρών με χαμηλό εισόδημα.

Παρακάτω περιγράφονται τα νέα προτεινόμενα πρότυπα, όπως ορίζονται στη Βασιλεία III. Συγκεκριμένα, ένα διεθνές πλαίσιο για τη μέτρηση κινδύνου ρευστότητας και πρότυπα παρακολούθησης. Ένα νέο πλαίσιο κεφαλαιακών διατάξεων το οποίο αναθεωρεί και ενισχύει τους τρεις πυλώνες όπως καθορίζονται από τη Βασιλεία II, επεκτείνοντας τη συμφωνία με αρκετές καινοτομίες, οι οποίες αναφέρονται παρακάτω:

- Ένα πρόσθετο στρώμα των κοινών μετοχών – του αποθέματος ασφαλείας διατήρησης κεφαλαίου – το οποίο όταν παραβιάζεται περιορίζει την καταβολή των αποδοχών με σκοπό να ενισχύσει την προστασία της ελάχιστης κοινής απαίτησης ιδίων κεφαλαίων.

- Μια αντικυκλική κεφαλαιακή εφεδρεία, η οποία θέτει περιορισμούς σχετικά με τη συμμετοχή των τραπεζών σε όλο το σύστημα πιστωτικής επέκτασης με στόχο τη μείωση των ζημιών.
- Προτάσεις προκειμένου να απαιτήσει πρόσθετα κεφάλαια και ρευστότητα, το οποίο θα πραγματοποιηθεί από τις τράπεζες των οποίων η αποτυχία θα απειλήσει ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα.
- Ένας δείκτης μόχλευσης – με ελάχιστο ποσό ζημιών - απορρόφησης κεφαλαίων σχετικός με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και τα εκτός ισολογισμού ανοίγματα μιας τράπεζας, ανεξάρτητος από τον συντελεστή στάθμισης κινδύνου.
- Ανάγκες ρευστότητας, ένα ελάχιστο ποσοστό ρευστότητας, προορισμένο να παρέχει αρκετά χρήματα για να καλύψει τις ανάγκες χρηματοδότησης μιας περιόδου πίεσης 30 ημερών. Αντίστοιχα, μια αναλογία μακροπρόθεσμης σχέσης η οποία προορίζεται για την αντιμετώπιση αναντιστοιχιών σε ολόκληρο τον ισολογισμό.
- Πρόσθετες προτάσεις για συστημικά σημαντικές τράπεζες, συμπεριλαμβανομένων των απαιτήσεων για ενδεχόμενες αυξήσεις κεφαλαίου και ενισχυμένες ρυθμίσεις για τη διασυννοριακή εποπτεία και ανάλυση.

Ο πρόεδρος της Επιτροπής της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία και πρόεδρος της τράπεζας της Ολλανδίας (Nout Wellink), περιγράφει χαρακτηριστικά ότι το πλαίσιο της Βασιλείας III είναι «ένα επίτευγμα-ορόσημο που θα βοηθήσει στην προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης. Τα υψηλότερα επίπεδα των κεφαλαίων, σε συνδυασμό με ένα παγκόσμιο πλαίσιο διαχείρισης της ρευστότητας, θα μειώσει σημαντικά την πιθανότητα και τη σοβαρότητα των τραπεζικών κρίσεων στο μέλλον»³⁶.

Το πλαίσιο της Βασιλείας III, καλύπτει την προληπτική εποπτεία τόσο σε μικροοικονομικό όσο και μακροοικονομικό επίπεδο. Καθορίζει επίσης υψηλότερα και καλύτερης ποιότητας κεφάλαια, καλύτερη κάλυψη κινδύνων, καθιέρωση ενός δείκτη μόχλευσης ως ασπίδα προστασίας έναντι του κινδύνου με βάση την απαίτηση, μέτρα για την προώθηση συσσώρευσης του κεφαλαίου που μπορεί να αντληθεί σε περίοδο πίεσης, καθώς επίσης και εισαγωγή δύο παγκόσμιων προτύπων ρευστότητας.

³⁶ Bank for International Settlements, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, December 2010

5.3.4.1 Η μετάβαση και η εφαρμογή

Η Επιτροπή έχει θέσει διαδικασίες για να διασφαλίσει την αυστηρή και συνεχή εφαρμογή του πλαισίου της Βασιλείας III παγκοσμίως. Τα πρότυπα τίθενται σταδιακά σε εφαρμογή, έτσι ώστε ο τραπεζικός τομέας να μπορεί να κινηθεί προς το μεγαλύτερο δυνατό κεφάλαιο και πρότυπα ρευστότητας ενώ παράλληλα θα προχωράει σε στήριξη των δανείων προς την οικονομία.

Αναφορικά με το δείκτη μόχλευσης, η Επιτροπή κάνοντας χρήση της μεταβατικής περιόδου εκτίμησε κατά πόσο ο προτεινόμενος σχεδιασμός και η διαβάθμιση του είναι κατάλληλα για έναν πλήρη πιστωτικό κύκλο και για διαφορετικού τύπου επιχειρηματικά μοντέλα. Με βάση τα αποτελέσματα μιας παράλληλης περιόδου, οποιαδήποτε προσαρμογή θα πραγματοποιηθεί το πρώτο εξάμηνο του 2017 με στόχο τη μετάβαση σε επίπεδο του 1^{ου} πυλώνα, την 1^η Ιανουαρίου 2018 με βάση τον κατάλληλο έλεγχο.

Τόσο ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) όσο και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR), θα υπόκεινται σε μια περίοδο παρατήρησης, η οποία θα περιλαμβάνει μια ρήτρα επανεξέτασης για την αντιμετώπιση τυχόν απρόβλεπτων συνεπειών.

5.3.4.2 Τα αποτελέσματα της ολοκληρωμένης ποσοτικής μελέτης

Η Επιτροπή διεξήγαγε μια ολοκληρωμένη ποσοτική μελέτη προκειμένου να αξιολογήσει τον αντίκτυπο των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας, που ανακοινώθηκαν τον Ιούλιο του 2009, και τις προτάσεις κεφαλαίου και ρευστότητας της Βασιλείας III, οι οποίες δημοσιεύτηκαν τον Δεκέμβριο του 2009. Συνολικά 263 τράπεζες από 23 χώρες μέλη της Επιτροπής συμμετείχαν στην έρευνα, από τις οποίες οι 94 περιλαμβάνονταν στην 1^η ομάδα (δηλαδή αυτές που έχουν κεφάλαιο πάνω από 3€ δις, είναι καλά διαφοροποιημένες και δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο) και οι υπόλοιπες 169 στην 2η ομάδα (όλες οι υπόλοιπες τράπεζες).

Η έρευνα δεν έλαβε υπόψη της τυχόν μεταβατικές ρυθμίσεις, αντ' αυτού οι εκτιμήσεις που παρουσιάζονται αναλαμβάνουν την πλήρη εφαρμογή του πακέτου της Βασιλείας III, με βάση τα στοιχεία με κλείσιμο του έτους 2009. Καμία παραδοχή δεν έγινε σχετικά με την κερδοφορία τραπεζών ή συμπεριφορών όπως αλλαγές στο τραπεζικό κεφάλαιο ή στον ισολογισμό της από τότε και στο εξής. Για αυτό και τα αποτελέσματα της

έρευνας δεν είναι συγκρίσιμα με τις εκτιμήσεις του κλάδου, οι οποίες τείνουν να βασίζονται σε προβλέψεις, και εξετάζουν τις πράξεις διαχείρισης για τον μετριασμό των επιπτώσεων, οι οποίες ενσωματώνουν τις εκτιμήσεις των αναλυτών όπου οι πληροφορίες δεν είναι διαθέσιμες στο κοινό.

Συμπεριλαμβανομένης της επίδρασης όλων των αλλαγών στον ορισμό του κεφαλαίου και των σταθμισμένων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και στην πλήρη εφαρμογή από τις 31 Δεκεμβρίου 2009, ο μέσος όρος των κοινών μετοχών της 1^{ης} ομάδας των τραπεζών ήταν 5,7% σε σχέση με τη νέα ελάχιστη απαίτηση του 4,5%. Ενώ για τις τράπεζες της 2^{ης} ομάδας ο μέσος όρος διαμορφώθηκε σε 7,8%. Προκειμένου όλες οι τράπεζες της 1^{ης} ομάδας του δείγματος να πετύχουν το 4,5% , τα αναγκαία συμπληρωματικά κεφάλαια εκτιμώνται σε €165 δις, ενώ για τις τράπεζες της 2^{ης} ομάδας το ποσό ανέρχεται στα €8 δις.

Η Επιτροπή αξιολόγησε επίσης την εκτιμώμενη επίδραση των προτύπων ρευστότητας. Με την υπόθεση ότι οι τράπεζες δεν έπρεπε να κάνουν αλλαγές στην ρευστότητα ή στη δομή χρηματοδότησής τους, από το τέλος του 2009:

- Ο μέσος δείκτης ρευστότητας (LCR) για τις τράπεζες της 1^{ης} ομάδας ήταν 83% ενώ για τη 2^η ομάδα 98%.
- Ο μέσος δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (NSFR) για τις τράπεζες της 1^{ης} ομάδας ήταν 93% ενώ για τις τράπεζες της 2^{ης} ομάδας ήταν 103%.

Σε συνέχεια των παραπάνω, οι τράπεζες έχουν προθεσμία μέχρι το 2015, για να ανταποκριθούν στο πρότυπο του μέσου δείκτη ρευστότητας (LCR) και μέχρι το 2018 για να ανταποκριθούν στο πρότυπο του μέσου δείκτη καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (NSFR), η συμμόρφωση με τα εν λόγω πρότυπα θα ληφθεί υπόψη σε ενδεχόμενες αναθεωρήσεις μετά την περίοδο παρατήρησης κάθε προτύπου. Τράπεζες οι οποίες δεν πληρούν στο 100% τα απαιτούμενα ελάχιστα όρια, μπορούν να συμμορφωθούν με τις εν λόγω προδιαγραφές είτε μέσω επιμήκυνσης της διάρκειας της χρηματοδότησής τους, είτε μέσω επιχειρηματικών μοντέλων αναδιάρθρωσης, τα οποία όμως είναι περισσότερο ευάλωτα σε κίνδυνο ρευστότητας σε περιόδους πίεσης. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, ότι απώλειες στους δείκτες LCR και NSFR δεν είναι προσθετικές. Καθώς μειώνεται το έλλειμμα σε ένα πρότυπο μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του ελλείμματος στο άλλο πρότυπο.

Σύμφωνα με τον πρόεδρο της Επιτροπής της Βασιλείας III (Mr Wellink), «τα πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας της Βασιλείας III, θα οδηγήσουν σε σταδιακή αύξηση του επιπέδου της υψηλής ποιότητας κεφαλαίων στο τραπεζικό σύστημα, στην

αύξηση των αποθεμάτων ρευστότητας και στη μείωση των ασταθών δομών χρηματοδότησης. Η μεταβατική περίοδος, παρέχει στις τράπεζες άφθονο χρόνο για να κινηθούν προς τα νέα πρότυπα κατά συνεπές τρόπο με μια υγιή οικονομική ανάκαμψη, ενώ αυξάνονται οι εγγυήσεις του συστήματος ενάντια σε οικονομικές ή χρηματοοικονομικές κρίσεις». Πρόσθεσε επίσης, ότι στην περίπτωση των προτύπων ρευστότητας «θα χρησιμοποιηθεί η περίοδος παρατήρησης για τους δείκτες ρευστότητας προκειμένου να διασφαλισθεί ο σχεδιασμός και η βαθμονόμηση δικαιωμάτων καθώς και να αποφευχθούν ανεπιθύμητες συνέπειες τόσο στον τραπεζικό τομέα όσο και στο ευρύτερο επίπεδο του συστήματος».

Η Επιτροπή της Βασιλείας III και το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας εκδίδουν επίσης μια ενημερωμένη έκθεση της μακροοικονομικής ομάδας αξιολόγησης, η οποία αναλύει τις οικονομικές επιπτώσεις των μεταρρυθμίσεων της Βασιλείας III και κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου.

5.3.4.3 Υιοθέτηση προτύπων ρευστότητας και στρατηγικής αξιολόγησης της εφαρμογής τους

Τον Ιανουάριο του 2012, η ομάδα των Διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών και επικεφαλής της υπηρεσίας Εποπτείας ενέκρινε τη συνολική διαδικασία που πρότεινε η Επιτροπή για την παρακολούθηση της εφαρμογής των μελών της Βασιλείας III. Η διαδικασία αποτελείται από τα ακόλουθα επίπεδα κριτικής:

1^ο Επίπεδο³⁷: Εξασφάλιση της έγκαιρης έκδοσης της Βασιλείας III. Επί της ουσίας το συγκεκριμένο επίπεδο αναφέρεται στην υιοθέτηση των προτύπων της Βασιλείας III και η παρακολούθηση στους ηγέτες των G20. Η μεταφορά ρυθμιστικών προτύπων της Βασιλείας III σε εσωτερικές ρυθμίσεις παρακολουθείται σε εξαμηνιαία βάση, βάσει των πληροφοριών που παρέχονται από την αρμόδια αρχή κάθε μέλους. Η επανεξέταση του περιεχομένου ή της ουσίας των εσωτερικών κανόνων επαφίεται στην εκτίμηση και στο έργο της αξιολόγησης. Η τρέχουσα εστίαση είναι στην υιοθέτηση των προτύπων της Βασιλείας III. Σταδιακά, η διαδικασία παρακολούθησης θα καλύψει την υιοθέτηση προτύπων της Βασιλείας III αναφορικά με τη μόχλευση, τη ρευστότητα και μεγαλύτερη απαίτηση απορρόφησης ζημιών για τα παγκόσμια και εγχώρια σημαντικά τραπεζικά συστήματα.

³⁷ Bank of International Settlements, Monitoring adoption of Basel III standards and reports to the G20, Last updated October 2013

2^ο Επίπεδο³⁸: Εξασφάλιση της κανονιστικής συνοχής με τη Βασιλεία III. Η ομάδα αξιολόγησης συμπληρώνει την ομάδα ελέγχου για την υιοθέτηση των κανονιστικών προτύπων της Βασιλείας III. Οι αξιολογήσεις επανεξετάζουν το βαθμό στον οποίο οι εγχώριοι κανονισμοί της Βασιλείας III ευθυγραμμίζονται στην αρμόδια αρχή κάθε μέλους, με τα ελάχιστα κανονιστικά πρότυπα που συμφωνήθηκαν από την Επιτροπή. Εξετάζουν επίσης τη συνοχή και την πληρότητα των εγκεκριμένων προτύπων, συμπεριλαμβανομένης της προληπτικής σημαντικότητας τυχόν αποκλίσεων στο κανονιστικό πλαίσιο. Προκειμένου να εξασφαλίσει ότι το διεθνώς ενεργό μέρος του εγχώριου τραπεζικού συστήματος είναι σύμφωνο με τις αρχές και δομές των σχετικών προτύπων της Βασιλείας, οι συγκεκριμένες αξιολογήσεις αναδεικνύουν τις τρέχουσες και τις πιθανές επιπτώσεις στο συνολικό κανονιστικό περιβάλλον. Εξασφαλίζεται με αυτόν τον τρόπο, διαφάνεια στη δικαιοδοσία και αρμοδιότητα απλού και πολλαπλού επιπέδου και επιτρέπει σε χώρες μέλη να ξεκινήσουν τη λήψη διορθωτικών μέτρων, ανάλογα με την περίπτωση, για την ενίσχυση των ρυθμιστικών καθεστώτων και τη λειτουργίας τους.

Επί του παρόντος, η μεθοδολογία αξιολόγησης στηρίζεται στα ακόλουθα βασικά στοιχεία:

- Δίνεται έμφαση στην αναθεώρηση της πληρότητας (δηλαδή όλες οι απαιτούμενες διατάξεις της Βασιλείας III έχουν υιοθετηθεί στο πλαίσιο της δικαιοδοσίας κάθε μέλους).
- Γίνεται λεπτομερής εξέταση για τη συνέπεια των εγχώριων κανονισμών (δεσμευτικά έγγραφα που εφαρμόζουν αποτελεσματικά την πρόθεση του προτύπου της Βασιλείας III).
- Η σημασία να εντοπιστεί κάποιο κενό ή απόκλιση από το πρότυπο της Βασιλείας III, βασίζεται στις τρέχουσες και δυνητικές επιπτώσεις.
- Τοπικές ιδιαιτερότητες δε θεωρούνται ως παράγοντες μείωσης για την υπέρβαση του πεδίου εφαρμογής της εθνικής διακριτικής ευχέρειας εντός του πλαισίου της Βασιλείας.
- Εγχώρια μέτρα που υπερβαίνουν τις ελάχιστες απαιτήσεις της Βασιλείας δεν αντισταθμίζονται με ασυνέπειες ή αποκλίσεις που εντοπίζονται αλλού.

³⁸ Bank of International Settlements, Assessing consistency of implementation of Basel III standards, last updated October 2013

- Το πεδίο είναι περιορισμένο σε ρυθμιστικά θέματα και δε λαμβάνει υπόψη κινδύνους για τη συνολική χρηματοπιστωτική σταθερότητα ή τραπεζική πρακτική.
- Ο βαθμός στον οποίο τοπικοί κανόνες παρέχουν συγκρίσιμα και επιδιωκόμενα αποτελέσματα αποτελούν μέρος των ειδικών θεματικών αξιολογήσεων.
- Η αποτελεσματικότητα της Εποπτείας από την επιβολή ενός ρυθμιστικού καθεστώτος αφορά άλλα προγράμματα αξιολόγησης, όπως τις εκτιμήσεις των βασικών αρχών της Βασιλείας που διεξάγονται στο πλαίσιο της Παγκόσμιας τράπεζας και του ΔΝΤ.

3^ο Επίπεδο³⁹: Εξασφάλιση της συνοχής των αποτελεσμάτων (αρχικά με επίκεντρο το σταθμισμένο ενεργητικό). Οι αξιολογήσεις της επιτροπής της Βασιλείας αναφορικά με τα ρυθμιστικά αποτελέσματα, επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι οι προνοητικοί λόγοι που υπολογίζονται από τις τράπεζες είναι συνεπείς μεταξύ τραπεζών και δικαιοδοσιών, αντανακλώντας κυρίως διαφορές στον κίνδυνο και όχι στην πράξη. Η εν λόγω ανάλυση, επεκτείνει τα ευρήματά της στην παρακολούθηση της εφαρμογής της επιτροπής και των εκτιμήσεων σε επίπεδο διεθνούς δικαιοδοσίας. Πρωταρχική εστίαση της επιτροπής είναι ο υπολογισμός των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών. Διαφορές στην εφαρμογή των προτύπων μπορεί να οδηγήσει σε διακυμάνσεις στις αναλογίες κεφαλαίου.

Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει εργαστεί σε στενή συνεργασία με το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (δεδομένου του ρόλου της FSB) στον συντονισμό της παρακολούθησης της εφαρμογής των νομοθετικών μεταρρυθμίσεων. Η Επιτροπή σχεδίασε το πρόγραμμα με σκοπό να είναι συνεπής με το πλαίσιο συντονισμού της FSB για την παρακολούθηση της εφαρμογής των οικονομικών μεταρρυθμίσεων (όπως συμφωνήθηκε από τους αρχηγούς των G20).

5.3.4.4 Τα νέα ποσοτικά όρια

Αυτοί οι αυστηροί ορισμοί του κεφαλαίου, οι σημαντικά υψηλότερες ελάχιστες αναλογίες για την εισαγωγή μιας μακροπρονοητικής επικάλυψης αντιπροσωπεύουν μια

³⁹ Bank of International Settlements, Assessing the consistency of regulatory outcomes, last updated January 2013

ριζική αναμόρφωση της ρύθμισης του τραπεζικού συστήματος. Ταυτόχρονα, η Επιτροπή της Βασιλείας, τα διοικητικά της στελέχη και οι ηγέτες των G20 τονίζουν ότι οι μεταρρυθμίσεις θα εισαχθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να μην εμποδίζουν την ανάκαμψη της πραγματικής οικονομίας.

Επιπλέον, απαιτείται χρόνος για να μεταφραστούν οι νέοι διεθνείς συμφωνημένοι κανόνες σε εθνική νομοθεσία. Προκειμένου να ληφθούν υπόψη αυτές οι ανησυχίες, μια σειρά από μεταβατικές ρυθμίσεις για τα νέα πρότυπα ανακοινώθηκε τον Σεπτέμβριο του 2010, παρά το γεγονός ότι οι εθνικές αρχές έχουν την ευχέρεια να επιβάλλουν υψηλότερα πρότυπα καθώς και να συντομεύσουν τις μεταβατικές περιόδους όπου ενδείκνυται.

Ο νέος, ενισχυμένος ορισμός του κεφαλαίου θα εφαρμοστεί σταδιακά σε διάστημα πέντε ετών: οι απαιτήσεις εισήχθησαν το 2013 και θα εφαρμοστούν πλήρως μέχρι το τέλος του 2017. Όσον αφορά στις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, τα υψηλότερα ελάχιστα για κοινές μετοχές και τα κεφάλαια του 1^{ου} επιπέδου εφαρμόστηκαν σταδιακά από το 2013 και θα τεθούν σε ισχύ στις αρχές του 2015. Το χρονοδιάγραμμα έχει ορισθεί ως εξής:

- Οι ελάχιστες κοινές μετοχές και απαιτήσεις της 1^{ης} βαθμίδας αυξήθηκαν από 2% και 4% σε 3,5% και 4,5% αντίστοιχα στις αρχές του 2013.
- Οι ελάχιστες κοινές μετοχές και απαιτήσεις της 1^{ης} βαθμίδας θα είναι 4% και 5,5% αντίστοιχα αρχής γενομένης από το 2014.
- Οι τελικές απαιτήσεις για κοινές μετοχές της 1^{ης} βαθμίδας θα είναι 4,5% και 6% αντίστοιχα, με αφετηρία το 2015.

Το κεφαλαιακό απόθεμα ασφάλειας 2,5% (το οποίο περιλαμβάνει κοινές μετοχές και είναι εκτός από την ελάχιστη απαίτηση 4,5%) θα αναληφθεί σταδιακά από την 1^η Ιανουαρίου του 2016 και θα τεθεί σε πλήρη εφαρμογή την 1^η Ιανουαρίου 2019. Ο δείκτης μόχλευσης θα καταργηθεί σταδιακά. Η περίοδος δοκιμής (ή λεγόμενη παράλληλη περίοδος) ξεκίνησε το 2013 και θα διαρκέσει μέχρι το 2017.

Ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας θα ληφθεί σταδιακά από την 1^η Ιανουαρίου 2015 και θα απαιτήσει στις τράπεζες να κατέχουν ένα ποσοστό υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού, επαρκή για την αντιμετώπιση ταμειακών εκροών που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν σε μια βραχυχρόνια περίοδο πίεσης, όπως ορίζεται από τις εποπτικές αρχές. Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι τράπεζες θα

μπορέσουν να εφαρμόσουν τον δείκτη κάλυψης ρευστότητας χωρίς διακοπή για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, η ελάχιστη απαίτηση κάλυψης ρευστότητας θα ξεκινήσει στο 60% το 2015, σημειώνοντας αύξηση σε ισόποσες ετήσιες δόσεις των 10 ποσοστιαίων μονάδων και να φτάσουν το 100% την 1^η Ιανουαρίου του 2019.

Άλλα πρότυπα ελάχιστης ρευστότητας που εισάγονται με τη Βασιλεία III είναι ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης. Η απαίτηση αυτή, η οποία θα εισαχθεί ως ελάχιστο πρότυπο από την 1^η Ιανουαρίου του 2018, θα καλύψει ανάγκες χρηματοδότησης των διαφορών και θα παρέχει στις τράπεζες κίνητρα με σκοπό να χρησιμοποιήσουν σταθερές πηγές χρηματοδότησης στις δραστηριότητές τους.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, η Βασιλεία III εμφανίζεται ως η σημαντικότερη πρωτοβουλία της Επιτροπής, μετά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, μέσω της οποίας επιδιώκεται η ενίσχυση της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών και η αντιμετώπιση, μέσω μακρο-προληπτικών πολιτικών, του συστημικού κινδύνου που μπορεί να εκδηλωθεί στο χρηματοπιστωτικό σύστημα⁴⁰.

5.3.4.5 Η αντίδραση της Επιτροπής της Βασιλείας στις συνέπειες της κρίσης

Μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, πολλές τράπεζες διεθνώς αδυνατούσαν να απορροφήσουν τις ζημιές που προέκυψαν λόγω αυτής. Στην κορύφωση της μάλιστα (μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers), οι αγορές άσκησαν πίεση στις τράπεζες να μειώσουν τη μόχλευσή τους, με αποτέλεσμα να εντατικοποιηθεί η μείωση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού τους και παράλληλα να αυξηθούν οι ζημιές τους να μειωθούν τα ίδια κεφάλαια και να περιοριστεί η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων και δανείων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

Ταυτόχρονα, συνυπήρχαν έντονα προβλήματα ρευστότητας για σημαντικό χρονικό διάστημα. Γεγονός, το οποίο (πέρα από τις αρνητικές επιπτώσεις που επήλθαν στον πραγματικό τομέα της οικονομίας) ανάγκασε το Δημόσιο σε πολλές περιπτώσεις (τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε αρκετά Ευρωπαϊκά κράτη) να παρέμβει στοχεύοντας στη στήριξη ακόμα και διάσωση των τραπεζών. Η εν λόγω παρέμβαση όμως προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις και οδήγησε στην επιβάρυνση των κρατικών προϋπολογισμών

⁴⁰ Ρυθμιστική Παρέμβαση και Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού Τομέα (κεφάλαιο Ζ), Χρήστος Γκόρτσος, (2011)

και στη δημιουργία σημαντικών δημοσιονομικών ανισοροπιών, πολλές από τις οποίες εξελίχθηκαν σε δημοσιονομικές κρίσεις.

Κατ' επέκταση, η Επιτροπή της Βασιλείας III προχώρησε στην υιοθέτηση ενός νέου διεθνούς κανονιστικού πλαισίου με στόχο την αντιμετώπιση των προαναφερθέντων αστοχιών (όπως αναδείχτηκαν κατά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση). Συμπεραίνουμε, ότι η «Βασιλεία II» δεν στάθηκε επαρκής καθώς τόσο τα κενά που προέκυψαν στην πορεία όσο και ορισμένες διατάξεις της συνέβαλαν (ανάλογα με την περίπτωση) στην εκδήλωση της κρίσης και τις επακόλουθες αρνητικές επιπτώσεις της στον τομέα της οικονομίας.

5.4 Αξιολόγηση – ωφέλειες και κόστος από τη σταδιακή καθιέρωση των νέων κανόνων

Σε συνέχεια των παραπάνω, οι διατάξεις της Βασιλείας III, όπως έχει προταθεί από την Επιτροπή θα ολοκληρωθεί σε βάθος εξαιτίας αρχής γενομένης από το 2013. Στο διάστημα των μεταβατικών περιόδων, ορισμένες από αυτές τις διατάξεις θα αποτελέσουν αντικείμενο τροποποίησης. Γεγονός το οποίο ενδέχεται να οδηγήσει σε δύο συμπεράσματα, συγκεκριμένα:

- I. Η ύπαρξη επαρκούς χρόνου προσαρμογής κρίνεται αναγκαία καθώς η άμεση εφαρμογή των νέων κανόνων ενδέχεται σε πλήρη ανάπτυξη και σωρευτικά να έχει σημαντικές επιπτώσεις στη λειτουργία των τραπεζών, λόγω του συνεπαγόμενου κόστους εφαρμογής. Κατ' επέκταση, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις θα αυξηθούν σημαντικά ενώ η εφαρμογή των διατάξεων για τους συντελεστές ρευστότητας θα οδηγήσει, σε κάποιες περιπτώσεις, σε αναπροσδιορισμό του επιχειρηματικού τους μοντέλου.
- II. Αντιθέτως, η ενδεχόμενη τροποποίηση ορισμένων διατάξεων (κατά την περίοδο προσαρμογής) δημιουργούν ένα περιβάλλον ασάφειας που ενδεχομένως θα προκαλέσει καθυστερήσεις στην υιοθέτηση των κανόνων ακόμη περισσότερο όταν υπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια των εκάστοτε Εθνικών αρχών.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι πλέον κοινά αποδεκτό ότι η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, είναι η μεγαλύτερη της τελευταία εκατονταετίας. Το ανησυχητικό είναι ότι πέντε χρόνια μετά της κατάρρευση της Lehman Brothers, η κρίση όχι μόνο δεν έχει ξεπεραστεί – όπως αρχικά υποστήριζαν κάποιοι – αντίθετα εξακολουθεί να μαίνεται τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωζώνη. Η αποκωδικοποίηση της κρίσης κατέδειξε ότι αποτελεί απόρροια συνδυαστικών παραγόντων, ο καθένας από τους οποίους ξεχωριστά δύσκολα θα μπορούσε να προκαλέσει μια κρίση, παρόλα αυτά συνδυαστικά με τους υπόλοιπους καθίσταται επικίνδυνος. Συνοψίζοντας, τα βασικά αίτια της κρίσης αναφέρονται: η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων (η ικανότητα των αγορών να αυτορυθμίζονται και να αυτοεποπτεύονται), οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες στα ισοζύγια των τρεχουσών συναλλαγών, οι αμοιβές (ή αλλιώς υπεραμοιβές) στελεχών, η μόχλευση, η τιτλοποίηση και φυσικά η φύσκα ακινήτων.

Σε αυτό το πλαίσιο, η ανώτατη διοίκηση της Lehman Brothers, με μια σειρά αποφάσεων και χειρισμών, έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην πτώχευσή της, στις 15 Σεπτεμβρίου 2008. Ομοίως με την ευρύτερη χρηματοπιστωτική κρίση, τα αίτια κατάρρευσης της επενδυτικής εταιρίας ήταν πολλαπλά. Αρχικά η λανθασμένη (όπως αποδείχθηκε) πεποίθηση των ανώτερων στελεχών ότι το μέγεθός της ήταν μεγίστης σημασίας για την οικονομία των ΗΠΑ (“too big to fail”) ώστε σε περίπτωση επικείμενου κινδύνου η κυβέρνηση θα τη διέσωζε. Παράλληλα με την λανθασμένη αυτή πεποίθηση και σε συνδυασμό με την απαίτηση σημαντικών υπεραξιών, η Lehman Brothers, απέρριψε προτάσεις κεφαλαιακής ενίσχυσής της, από διεθνούς εμβέλειας επενδυτές, χάνοντας συνεχώς σημαντικό κομμάτι της εμπιστοσύνης της προς τους δανειστές της.

Οι παραπάνω παράγοντες, συνοδευόμενοι από μια ουσιαστική έλλειψη ρευστότητας και διαφάνειας των οικονομικών της καταστάσεων, συνέδεσαν το πάζλ χρεοκοπίας της επενδυτικής τράπεζας.

Ως επακόλουθο η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου και η αστάθεια του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ανέδειξε την ανάγκη δημιουργίας ενός παγκόσμιου εποπτικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού συστήματος και του ουσιαστικού ρόλου της Επιτροπής της Βασιλείας και των συμφώνων της I, II και III. Πέρα από την αναγκαιότητα υιοθέτησης ενός κανονιστικού πλαισίου, σημαντικό είναι και το γεγονός ότι το πλαίσιο της Βασιλείας τροποποιείται και διαμορφώνεται βάσει των νέων δεδομένων στις αγορές. Παράδειγμα αποτελεί η υπερβολική μόχλευση των τραπεζών,

που εντάσσεται και στα βασικά αίτια της κρίσης, όπου σύμφωνα με νέες και καινοτόμες διατάξεις της «Βασιλείας III», καθιερώνεται ένας απλός συντελεστής μόχλευσης ο οποίος θα εφαρμόζεται συμπληρωματικά με τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, στοχεύοντας στην αποφυγή των φαινομένων υπερβολικής μόχλευσης στο μέλλον. Με το νέο κανονιστικό πλαίσιο καθιερώνονται για πρώτη φορά συντελεστές ρευστότητας των τραπεζών συνοδευόμενοι από αξιολόγηση της εφαρμογής τους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ρόλος του ρυθμιστικού πλαισίου δεν είναι ο περιορισμός ή τιμωρία για τον χώρο των επενδύσεων. Αντιθέτως, αποτελεί σύμμαχο των σωστών επενδυτών με μακρά πορεία στο χώρο.

Σε πρώτη ανάγνωση, φαίνεται το ανανεωμένο πλαίσιο της «Βασιλείας III» να καλύπτει τα κενά του προηγούμενου προλαμβάνοντας παράλληλα ενδεχόμενες «προβληματικές συμπεριφορές». Παρόλα αυτά, η διάρκεια ολοκλήρωσης των διατάξεων της (6 χρόνια) ενώ κρίνεται απαραίτητη για την ομαλή μετάβαση στη νέα πραγματικότητα γεννάει και ερωτήματα και ασάφειες για τις τροποποιήσεις που θα προκύψουν σε ορισμένες διατάξεις την περίοδο προσαρμογής.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία Ελληνικά

1. Γκόρτσος Χρήστος, «Βασιλεία ΙΙΙ» - Ρυθμιστική Παρέμβαση και Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού Τομέα (κεφάλαιο Ζ), 2011
2. Συριόπουλος «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Τόμος Ι – Θεωρία & Ανάλυση», εκδόσεις Ανικούλα, Θεσ/κη 1999

Βιβλία Ξενόγλωσσα

1. Lewis Michael, “The Big Short, inside the Doomsday Machine”, W. W. Norton & Company; Reprint edition (February 1, 2011)
2. McDonald Lawrence G., “A Colossal Failure of Common Sense: The inside Story of the Collapse of Lehman Brothers, Crown Business; Reprint edition (October 12, 2010)
3. Sorkin Andrew Ross, “Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Found to Save the Financial System –and themselves”, Penguin Books; Updated edition (September 7, 2010)

Άρθρα Ελληνικά

1. Η Καθημερινή, «Γίγαντες καταρρέουν, εν μια νυκτί, στις ΗΠΑ, 16/09/2008
2. ΕΞΠΡΕΣ, «Lehman Brothers: Το χρονικό της μεγαλύτερης χρεοκοπίας στις ΗΠΑ», 22/09/2008

Άρθρα Ελληνικά

1. The New York Times, «For Lehman, more cuts and anxiety», by Jenny Anderson and Eric Dash, 28/8/2008
2. The New York Times, World Business, article by Jenny Anderson and Landon Thomas, 22/8/2008
3. The Street, «Lehman Brothers Amputates Mortgage Arm», by Laurie Kulikowski, 22/8/2007
4. The New York Times, «Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt» by Stephen Labaton, 2/10/2008
5. The New York Times, «Lehman files for Bankruptcy, Merrill is sold», by Andrew Ross Sorkin, 14/9/2008

6. The Times-Picayune, «Dow Jones nearly 300 points on concern about Lehman Brothers, 9/9/2008
7. BBC NEWS, «Timeline: Credit crunch to downturn», 7/8/2009
8. The Economist, «Rethinking Lehman, The price of Failure», 2 /10/ 2008

Παραπομπές

1. http://en.wikipedia.org/wiki/Bankruptcy_of_Lehman_Brothers
2. "Lehman 2007 Annual Report-See Item 6 on Page 29 for ratios". , 11/11/2011
3. Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, «Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές»
4. AFP, «Lehman Brothers in freefall as hopes fade for new capital», 9/9/2008.
5. http://en.wikipedia.org/wiki/Bankruptcy_of_Lehman_Brothers
6. Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, «Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», Τόμος IV, Τεύχος 8/12/2009
7. http://en.wikipedia.org/wiki/Samuel_Plimsoll
8. United States Bankruptcy Court Southern District of New York, «Report of Anton R. Valukas», Volume 2, 11/3/2010
9. Statement by Anton R. Valukas before the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment United States Senate regarding The Role of the Accounting Profession in Preventing Another Financial Crisis, April 6 2011
10. ACCOUNTING FOR Transfers and Servicing of financial assets and extinguishments of liabilities, Statement of Financial Accounting Standards No. 140, September 2000
11. All Business, Your Small Business Advantage, Business Glossary
12. Bloomberg.com, Agreement between Lehman, FRBNY and JP Morgan, 16/9/2008
13. Financial Accounting Standards Board
14. The Bell Journal of Economics and Management Science, "The theory of economic regulation", George J. Stigler, Vol 2, No 1 – Spring, 1971
15. International Monetary Fund, 17/4/2011
16. Τράπεζα της Ελλάδος, «Διαβουλεύσεις άλλων φορέων, Η Επιτροπή της Βασιλείας»
17. Bank of International Settlements : "History of the Basel Committee", Last update 10/6/2013

18. Bank of International Settlements : “The Application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effect”, July 2005
19. Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, Λειτουργικός / Επιχειρησιακός Κίνδυνος, (operational risk)
20. Bank for International Settlements: “Basel II, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”, November 2005
21. Bank of International Settlements, Principles for Sound Risk Management and Supervision – final document, September 2008
22. Bank of International Settlements, Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, 12 September 2010
23. Bank of International Settlements, The Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package, 26th July 2010
24. Bank of International Settlements, Results of the December 2010 meeting of the Basel Committee on Banking Supervision, 1st December 2010
25. Bank for International Settlements, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, December 2010
26. Bank of International Settlements, Monitoring adoption of Basel III standards and reports to the G20, Last updated October 2013
27. Bank of International Settlements, Assessing consistency of implementation of Basel III standards, last updated October 2013
28. Bank of International Settlements, Assessing the consistency of regulatory outcomes, last updated January 2013

Ταινίες

1. “Inside Job”, Directed by Charles Ferguson, Narrated by Matt Damon, Sony Pictures Classics, 2 February 2010
2. “Margin Call”, Directed by J.C. Chandor, Writer J.C. Chandor, 15 December 2011