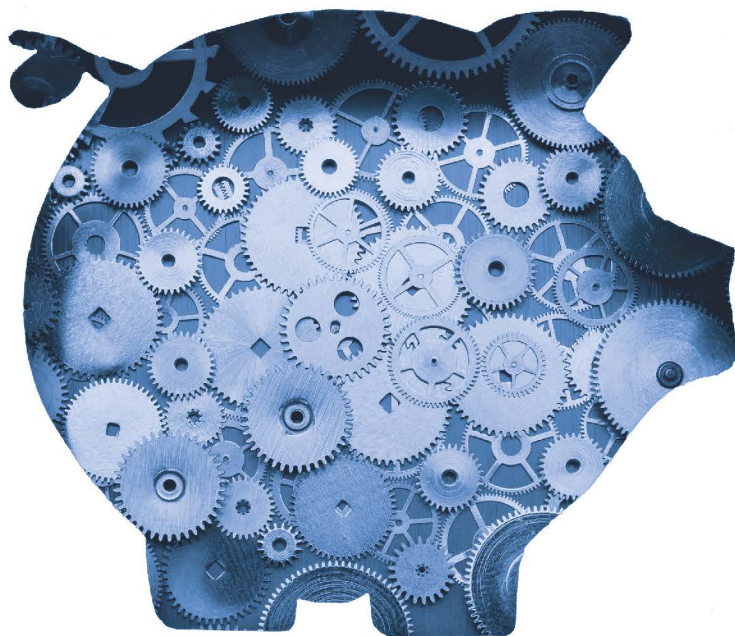


Ekonomia

***Corporate governance* w sektorze bankowym**

Lekcje z upadku banku Lehman Brothers

Emilia Klepczarek



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Corporate governance **w sektorze bankowym**

**Lekcje z upadku banku
Lehman Brothers**



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Corporate governance **w sektorze bankowym**

Lekcje z upadku banku Lehman Brothers

Emilia Klepczarek



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Emilia Klepczarek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

Sławomir Ireneusz Bukowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Ewa Siwińska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Emilia Klepczarek, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.07616.16.0.M

Ark. wyd. 9,0; ark. druk. 10,0

ISBN 978-83-8088-310-9

e-ISBN 978-83-8088-311-6

<https://doi.org/10.18778/8088-310-9>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Mądra krytyka oświeca, głupia gasi.
A. Fredro

Składam serdeczne podziękowania
Panu Profesorowi dr. hab. Piotrowi Urbankowi
za zawsze mądrą krytykę, życzliwość
i wszechstronne wsparcie

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1.	
Mechanizmy nadzoru korporacyjnego spółek sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych	13
1.1. Model <i>corporate governance</i> w spółkach amerykańskich	13
1.2. Specyfika nadzoru w sektorze finansowym	21
1.3. Prawne uwarunkowania nadzoru korporacyjnego w USA	27
1.4. Dobre praktyki <i>corporate governance</i> jako punkt wyjścia do rozważań o nieprawidłowościach nadzoru w banku Lehman Brothers	36
1.4.1. Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD	36
1.4.2. Zalecenia Komitetu Bazylejskiego	39
Rozdział 2.	
Modelowe założenia <i>corporate governance</i> a rzeczywista ich implementacja w Lehman Brothers Holding	45
2.1. Wybór członków rady dyrektorów	45
2.2. Problematyka kreowania wartości dla akcjonariuszy	47
2.3. Skład i zakres kompetencji rady dyrektorów	49
2.4. Problem niezależności członków rady	54
2.5. System wynagradzania menedżerów banku	57
2.6. Polityka rachunkowości banku – założenia i realizacja programu Repo 105/108	66
2.7. Skuteczność nadzoru zewnętrznego	76
2.7.1. Obowiązki nakładane przez U.S. Securities and Exchange Commission i rzeczywista ich realizacja przez bank Lehman Brothers	76
2.7.2. Problematyka wiarygodności ocen nadawanych przez agencje ratingowe	81

Rozdział 3.

Efektywność zarządzania ryzykiem w świetle przeprowadzonej analizy procesów nadzorczych 89

- 3.1. Zakres działalności banku, rodzaje przeprowadzanych transakcji, struktura portfolio 89
- 3.2. Podstawowe miary ryzyka stosowane w Lehman Brothers 98
 - 3.2.1. Value at Risk (VaR) 98
 - 3.2.2. Risk Appetite 99
- 3.3. Stopniowa liberalizacja polityki zarządzania ryzykiem w okresie poprzedzającym upadek spółki 101
- 3.4. Zakres informacji przekazywanych radzie dyrektorów i aktywność Komitetu ds. Ryzyka 110

Rozdział 4.

Próby ratowania banku i ogłoszenie upadłości 117

- 4.1. Koncepcja SpinCo 117
- 4.2. Zaangażowanie Rezerwy Federalnej 122
- 4.3. Ostateczny upadek spółki i przejęcie części aktywów przez Nomura Holding i Barclays Plc. 125

Rozdział 5.

Regulacje nadzoru w odpowiedzi na kryzys 135

- 5.1. Raporty OECD i Komitetu Bazylejskiego 135
- 5.2. Ustawa Dodd-Frank Act 140
- 5.3. Reakcja rynku na nowe regulacje nadzorcze 143

Zakończenie 147

Bibliografia 151

Spis tabel 157

Spis schematów i wykresów 159

Wstęp

Niemal dekadę po załamaniu się rynków finansowych w następstwie tzw. kryzysu *subprime* w środowisku regulacyjnym wciąż obserwować można kolejne próby rewidowania obowiązujących rozwiązań legislacyjnych i *quasi*-legislacyjnych (tzw. *soft law*) sektora bankowego. Szczególnej weryfikacji poddawane są standardy funkcjonowania mechanizmów *corporate governance*¹, których słabości zostały uznane za jedną z najistotniejszych przyczyn kumulacji nadmiernego ryzyka w systemie finansowym w okresie poprzedzającym kryzys². W samych tylko Stanach Zjednoczonych od 2008 r. ukazało się już kilka rozbudowanych dokumentów regulujących ten obszar³; swoje stanowiska zajęły także instytucje międzynarodowe, takie jak OECD⁴ i Komitet Bazylejski⁵.

Odpowiedź rynków finansowych na zacieśnianie gorsetu regulacyjnego wydaje się być niesatysfakcjonująca. Na jaw wychodzą kolejne bulwersujące opinię publiczną praktyki nadzorców, zarządów i pracowników banków, takie jak manipulowanie stawką LIBOR, ukrywanie ryzyka związanego z przeprowadzanymi transakcjami czy dążenie do „uspołecznienia strat” poprzez propozycje opodatkowania depozytów (kazus

1 Zakres definicyjny pojęć „*corporate governance*”, „nadzór korporacyjny”, „ład korporacyjny” przedstawiono w rozdziale 1.

2 M. Marcinkowska, *Nowy ład w bankowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 44.

3 Patrz np. Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies z 2008, Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance oraz Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act z 2010, Principles of Corporate Governance 2012 z 2012 oraz Full CII Corporate Governance Policies z 2013.

4 Patrz np. OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, OECD, Paris 2010.

5 Patrz np. BCBS, *Principles for enhancing corporate governance*, BIS, Basel, October 2010.

Cypru). Potwierdza się tym samym prawidłowość, zgodnie z którą banki, wraz z pojawieniem się nowych regulacji, podejmują próby obchodzenia lub unikania narzuconych im rygorów⁶. Taka konstatacja rodzi naturalne pytanie o zasadność postulowanych uregulowań oraz ich zdolność do poprawy procesów nadzorczych w instytucjach sektora bankowego. Jak podkreślają badacze, istnieje niebezpieczeństwo poniesienia relatywnie wysokich nakładów finansowych na implementację ułomnych rozwiązań tylko po to, aby chronić reputację i wiarygodność organów nadzorczych, którym formalnie, w obliczu nowych nieuchronnych zagrożeń, nie będzie można wówczas zarzucić bezczynności⁷.

Celem postawionym w książce jest próba odpowiedzi na pytanie, czy obszar normatywny *corporate governance* uznać należy za niedostatecznie regulujący standardy nadzorcze. Autorka ograniczyła się do opisu regulacji rynku amerykańskiego, z którego zjawiska kryzysowe rozprzestrzeniły się później do większości gospodarek na świecie. Skonfrontowanie zasad obowiązujących w USA z analizą przypadku standardów nadzoru korporacyjnego w amerykańskim „gigancie” inwestycyjnym Lehman Brothers pozwoliło zająć stanowisko w dyskusji nad zarysowanym powyżej problemem. Spektakularne bankructwo banku potraktować można w tym przypadku jako rodzaj naturalnego eksperymentu dokonanego przez rynek. Należy przypuszczać, że jeśli w Lehman Brothers przestrzegano obowiązujących reguł, zakres regulacji był niewystarczający. Gdyby natomiast problem leżał w ich rzeczywistej implementacji, drogą do sanacji nadzoru powinny być raczej próby zwiększenia skuteczności egzekwowania zarówno twardego, jak i miękkiego prawa.

Niniejsza publikacja wypełnia tym samym istotną lukę literaturową w polskim piśmiennictwie. W Polsce nie ukazała się jeszcze monografia tak kompleksowo przedstawiająca zjawiska, które złożyły się na proces upadku banku Lehman Brothers z perspektywy nieefektywności mechanizmów *corporate governance*. Identyfikacja dysfunkcjonalności amerykańskiego systemu nadzoru nad działalnością sektora finansowego oraz próba ewaluacji reform pokryzysowych mogą zatem stać się przyczynkiem do dyskusji nad oceną regulacji wprowadzanych w Unii Europejskiej i Polsce.

Książka składa się z pięciu rozdziałów. W pierwszym przedstawione zostały ogólne determinanty obszaru ładu korporacyjnego spółek amerykańskich ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki funkcjonowania

6 M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Znaczenie regulacji i instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego dla stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt” 2011, nr 5, dodatek.

7 M. Pomerleano, *The Basel II concept leads to a false sense of security*, „Financial Times”, February 3, 2010.

podmiotów sektora bankowego. Obowiązujące standardy zreferowano zarówno na podstawie uwarunkowań historycznych, politycznych, rynkowych, jak i regulacji prawnych oraz kodeksów dobrych praktyk opublikowanych przez OECD oraz Komitet Bazylejski. Oparcie analiz z zakresu tzw. miękkiego prawa na zasadach OECD podyktowane zostało ich zharmonizowanym, uniwersalnym ujęciem stanowiącym punkt odniesienia dla innych tego rodzaju dokumentów. Natomiast zasady Komitetu Bazylejskiego stanowią *de facto* uszczegółowienie reguł opracowanych przez OECD i jako dokument dedykowany bezpośrednio instytucjom sektora finansowego stanowią istotny punkt wyjścia do dalszych rozważań.

W rozdziale drugim zestawiono założenia przyjętego przez Lehman Brothers modelu nadzoru korporacyjnego z rzeczywistym zakresem ich implementacji. Wskazano przy tym te obszary, które zakłócały prawidłową percepcję zagrożeń przez organy nadzorcze, przez co nie skłoniły kadry kierowniczej do wystarczającej dbałości o bezpieczeństwo powierzonego jej przez akcjonariuszy kapitału. Punkt odniesienia stanowią deklarowane koncepcje i reguły funkcjonowania ładu korporacyjnego, przyjęte i zaakceptowane przez radę dyrektorów lub wytyczone przez zewnętrzne instytucje nadzorcze, które formalnie miały być realizowane przez interesariuszy wewnętrznych spółki. Taki schemat analizy jest użyteczny dla zobrazowania wyraźnej dychotomii pomiędzy zasadami protokolarnie przyjętymi przez władze banku a wdrożonymi w praktyce przy podejmowanych przez niego działaniach.

W rozdziale trzecim autorka dokonała analizy realizacji założeń przyjętej przez bank polityki ryzyka, próbując jednocześnie ustalić, czy źródła licznych zaniechań w tym obszarze leżały w niewystarczających kompetencjach członków rady dyrektorów, czy też wynikały z ograniczonego dostępu do kluczowych informacji dotyczących sposobu realizowania przez bank agresywnej strategii wzrostu.

Rozdział czwarty ukazuje dramatyczną sytuację spółki, do której doszło na skutek opisanych wcześniej nieprawidłowości, i przedstawia próby ratowania banku w okresie bezpośrednio poprzedzającym ogłoszenie bankructwa. Rozdział ten stanowi zarazem podsumowanie rozważań dotyczących dbałości o kapitał powierzony kierownictwu przez interesariuszy zewnętrznych banku, dowodząc jednocześnie, że na każdym z etapów jego funkcjonowania – od poprzedzającej kryzys działalności operacyjnej, poprzez próby ocalenia spółki aż po procedury likwidacyjne – nadzorcy wykazali się daleko posuniętym lekceważeniem interesów akcjonariuszy, klientów i kontrahentów grupy Lehman Brothers.

W ostatnim rozdziale przedstawiono krytyczny przegląd regulacji wprowadzonych po turbulencjach na światowych rynkach finansowych zapoczątkowanych upadkiem Lehman Brothers. Autorka podjęła w nim

próbę oceny postulowanych przepisów pod kątem zdolności ich rzeczywistego oddziaływania na systemy nadzorcze i przywracania zaufania do podmiotów sektora bankowego.

Przeprowadzona w książce analiza jest próbą syntetycznego zestawienia tych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, które osłabiły pozycję rynkową jednego z największych banków amerykańskich, prowadząc ostatecznie do jego bankructwa. Autorka zwróciła uwagę na nieprawidłowości w tym obszarze, które okazały się być kluczowe w okresie niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych, potęgując ich oddziaływanie i nie uruchamiając w odpowiednim czasie stosownych działań zapobiegawczych. Przeprowadzone studium przypadku prowadzi do wniosku, że podstawową słabością sfery regulacyjnej *corporate governance* nie jest niedostateczny zakres przepisów, ale brak ich rzeczywistej precyzyjnej implementacji.

Rozdział 1

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego spółek sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych

1.1. Model *corporate governance* w spółkach amerykańskich

Skoncentrowanie niniejszego opracowania na kwestiach związanych z *corporate governance* wymaga zdefiniowania przedmiotowego terminu. Warto zauważyć, że pojęcie to przeszło długą drogę ewolucji – od swojego pierwotnego przed kilkadziesiąt lat odnoszącego się w głównej mierze do pojedynczych relacji między akcjonariuszami i menedżerami do znacznie szerszego układu zależności między stronami mającymi wpływ na istotne decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie¹. Zgodnie z najbardziej ogólną definicją, *corporate governance* oznacza kontrolę nad zarządzaniem w określonym podmiocie gospodarczym. Kontrola ta odnosi się w szczególności do odpowiedniego kształtowania procesów decyzyjnych, zwłaszcza w obszarach strategicznych. Poddawane w przedsiębiorstwie decyzje odzwierciedlają interesy różnych stron, dlatego coraz częściej podkreśla się fakt, że problematyka władztwa korporacyjnego „wykracza poza interesy akcjonariuszy bądź udziałowców i jest szersza niż oddzielenie własności od zarządzania. Nie ogranicza się też do [...] kodeterminacji wspólnych decyzji podejmowanych przed przedstawicielami kapitału i pracowników. Trzeba raczej rozważyć sposób, w jaki przebiega proces decyzyjny ze wszystkimi jego procedurami szczegółowymi, a także, jakie narzuca on ograniczenia menedżerom”².

1 S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 159.

2 M. Lehler, *The German Model of Industrial Strategy in Turbulence: Corporate Governance and Managerial Hierarchies in Lufthansa*, Discussion Paper Series, WZB, Berlin 1996, s. 15, za: S. Rudolf, *Analiza...*, s. 159.

Tłumaczenie terminu „*corporate governance*” na język polski przysparza zarówno trudności definicyjnych, jak i semantycznych. W literaturze przedmiotu na określenie panujących w organizacji stosunków nadzoru i kontroli używa się sformułowań: „władztwo” lub „władanie korporacyjne”, „ład korporacyjny”, „nadzór korporacyjny”, względnie pozostawia się termin angielski w oryginalnym brzmieniu. Autorzy podkreślają, że każde z wymienionych tłumaczeń ogranicza w pewien sposób zakres znaczeniowy, nie oddając w pełni szerokiego horyzontu definicyjnego, zawartego w angielskim słowie „*governance*”³. Autorka nie zajmuje stanowiska w kwestii wyboru najtrafniejszego z postulowanych tłumaczeń i posługuje się przytoczonymi terminami wymiennie.

Historia kształtowania się anglosaskiego modelu władztwa korporacyjnego sięga XVIII w., kiedy ówczesny minister skarbu USA, Alexander Hamilton, zainicjował powstanie Society for Establishing Useful Manufactures (S.U.M.) – prywatnej korporacji sponsorowanej przez państwo, której *governance* był już bardzo podobny do układu występującego obecnie w Stanach Zjednoczonych⁴. Była ona zarządzana przez 13 dyrektorów, a 5 akcjonariuszy utworzyło niezależny komitet audytu, który posiadał prawo wglądu do dokumentacji finansowej i otrzymywania informacji dotyczących wszystkich istotnych spraw spółki⁵.

Także dzisiejsza formuła władztwa korporacyjnego w spółkach amerykańskich przewiduje monistyczny (jednopoziomowy) układ instytucji nadzorczych z radą dyrektorów liczącą przeciętnie kilkunastu członków. Komitet audytu natomiast ma być, przynajmniej w założeniu, najaktywniej działającym spośród wszystkich komitetów utworzonych w ramach rady. Dodatkowym obowiązkiem spółki jest również powołanie niezależnego audytora zewnętrznego.

Rada w korporacjach amerykańskich skupia dyrektorów wykonawczych (*executives directors*) – zwykle menedżerów wysokiego szczebla – i niewykonawczych (*nonexecutives*), reprezentujących interesy właścicieli akcji i innych grup interesariuszy. I chociaż obie grupy dyrektorów uzyskać muszą akceptację akcjonariuszy, to jednak rozproszona

3 Szerzej na ten temat: M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2014, s. 45–48.

4 Termin „model anglosaski” (inaczej „system otwarty” lub „model zorientowany na rynek”) odnosi się zarówno do rozwiązań stosowanych w USA, jak i w Wielkiej Brytanii. Są jednak pewne kategorie, którymi różnią się te dwa wzorce. W Wielkiej Brytanii, na przykład, podkreśla się wymóg lojalności dyrektorów wobec spółki (w przypadku USA jest to lojalność wobec akcjonariuszy), mniejszą również wagę przywiązuje się do rozróżnienia dyrektorów zarządzających i niezarządzających.

5 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 125.

struktura akcjonariatu i bierność w wykonywaniu praw wynikających z posiadania akcji sprawiają, że rzeczywista kontrola operacyjna pozostaje w rękach menedżerów. Amerykański model *corporate governance* w mniejszym stopniu zatem przywiązuje uwagę do bezpośredniego udziału akcjonariuszy w kontrolowaniu spraw spółki, znacznie większą rolę przypisując w tej kwestii rynkowi kapitałowemu, który, poprzez bieżące notowania akcji spółek i ryzyko przejścia firmy w drogę zwiększenia zakupów jej akcji, efektywniej dyscyplinuje zarządzających. Rynek kapitałowy jest instytucjonalnym mechanizmem informacyjno-pobudzającym, który przynajmniej w teorii zachęcać ma menedżerów do zachowań maksymalizujących notowania podmiotów⁶. W tej sytuacji miara, na podstawie której oceniana jest efektywność nadzoru, wynika niejako z nadrzędnej zasady powiększania wartości spółki dla akcjonariuszy (*shareholder value*). Tą miarą w przypadku spółek amerykańskich jest niemal zawsze wskaźnik zysku spółki przypadający na akcję (*earning per share*) oraz bieżący giełdowy kurs akcji spółki. W założeniu bowiem inwestorzy powierzają swój kapitał tym podmiotom, które zapewniają im najwyższą stopę zwrotu, co dodatkowo dyscyplinuje kadrę zarządzającą do podejmowania działań w kierunku zwiększenia rentowności i efektywności spółki.

Cechą charakterystyczną modelu amerykańskiego jest pełnienie przez radę spółki jednocześnie funkcji zarządzania operacyjnego i kontroli. Co więcej, na rynku amerykańskim w 2007 r. w przypadku 88% korporacji rolę przewodniczącego rady i dyrektora generalnego (*Chief Executive Director* – CEO) były pełnione przez tę samą osobę⁷. W tym obszarze rysuje się jednak tendencja do rozdzielania stanowisk i w roku 2015 w około połowie spółek indeksu S&P 500 dyrektor generalny nie pełnił jednocześnie funkcji przewodniczącego rady⁸. Przyjęta w USA koncepcja lidera i przekonanie o jego kluczowej roli w procesie zarządzania sprawiła, że CEO ma w amerykańskiej rzeczywistości gospodarczej decydujący głos zarówno w przypadku decyzji personalnych związanych z obsadzeniem stanowisk w radzie, jak i w pozostałych kwestiach dotyczących poszczególnych obszarów funkcjonowania spółki. Dlatego też, chcąc nieco złagodzić ten monopol na władzę dyrektora generalnego, powszechnie postuluje się, aby do rady powoływani byli niezależni dyrektorzy.

6 L. Balcerowicz, *Bitwa modeli*, „Wprost” 2000, nr 9/(900).

7 R. Czerniawski, A. Rapacka, *Pomiędzy prawem a finansami. Poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 272.

8 D. Block, A.M. Gerstner, *One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany*, University of Law School Seminar Paper, Spring 2016, s. 7–8.

Giełda nowojorska (New York Stock Exchange – NYSE) definiuje niezależnego dyrektora jako osobę pozostającą „poza interesami spółki” (*not an interested person*) w rozumieniu Section 2(a)(19) ustawy Investment Company Act of 1940⁹. Powyższa ustawa natomiast szczegółowo charakteryzuje osobę znajdującą się „w zasięgu interesów” (*interested person*)¹⁰. Zgodnie z Investment Company Act of 1940 w przypadku przedsiębiorstwa inwestycyjnego jest nią na przykład każdy członek spółki lub osoba należąca do rodziny jednego z członków; każdy, kto ma powiązania z doradcą inwestycyjnym, prawnikiem lub ubezpieczycielem określonego przedsiębiorstwa; a także wszystkie osoby oraz osoby z nimi związane, które w ciągu ostatnich sześciu miesięcy zaangażowane były w dokonywanie jakichkolwiek transakcji związanych z instrumentami znajdującymi się w portfolio danego podmiotu i podmiotów z nim powiązanych¹¹. Postulowaną rolę dyrektorów niezależnych jest przede wszystkim zapewnienie korporacji niezależnego audytora, a także opracowanie systemu wynagradzania pozostałych członków rady i najważniejszych menedżerów.

Istotnym aspektem nadzoru korporacyjnego jest kwestia obowiązków i odpowiedzialności dyrektorów. Powszechne jest założenie wynikające z teorii agencji, że zarząd korporacji działa jako agent właściciela. Warto jednak zauważyć, że interesy i motywacje obu stron nie zawsze są takie same. Podejmuje się zatem próby ustalenia sposobu wyegzekwowania zachowań, które przyczyniłyby się do jak największej dbałości agenta o powierzone mu dobra. W obszarze prawnym odzwierciedleniem tych prób jest opracowanie normatywnego wzorca zachowania zwanego standardem powierniczym (*fiduciary duty*) i stosowanie go do osób zarządzających cudzym majątkiem. Ów standard w przypadku korporacji odnosi się przede wszystkim do rad dyrektorów, których działania powinny być „podporządkowane czemuś bardziej rygorystycznemu niż moralność rynkowa” oraz charakteryzować się „olbrzymią wrażliwością na sprawy honoru”¹².

Na standard powierniczy składają się obowiązek lojalności (*duty of loyalty*) i obowiązek dbałości, zwany również obowiązkiem staranności (*duty of care*)¹³. Obowiązek dbałości to czujność wobec potencjalnie

9 Final NYSE, s. 2, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf> (dostęp 21.11.2012).

10 Investment Company Act of 1940, Section 2(a)(19) (<http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (dostęp 22.11.2012)).

11 Katalog osób określanych mianem *interested person* jest bardzo wyczerpujący, definicja uzależniona jest m.in. od rodzaju podmiotu gospodarczego, w stosunku do którego dana osoba ma być „niezależna”.

12 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 183–191.

13 W raporcie z postępowania w sprawie Lehman Brothers Holdings Inc. inspektor Anton R. Valukas uchylił zarzut niewypełnienia obowiązku powierniczego przez

ważnych problemów korporacji oraz uprawnione podejmowanie decyzji w kwestiach o podstawowym znaczeniu dla spółki. Trudno jednoznacznie rozstrzygnąć, czy określone zachowania dyrektorów naruszają ten standard. Często podkreśla się, że powyższa zasada może być uznana jako pewien sposób orzekania o „rozsądnosci” poszczególnych działań menedżerów lub dyrektorów. Sądy rozpatrujące tę kwestię stosują zwykle zasadę oceny biznesowej, a zatem oceniają nie tyle skutki decyzji, ile sam proces ich podejmowania. Koncentrują się wówczas na ustaleniu, czy decyzje podejmowane były w sposób przemyślany, w dobrej wierze, bezinteresownie i bez nadużywania swobody działania. W praktyce trudno zwykle znaleźć dowody zaprzeczające tym przesłankom, dlatego powszechny stał się osąd, że posługiwanie się zasadą oceny biznesowej eliminuje wszelki obowiązek dbałości.

Upowszechnienie zasady oceny biznesowej przyczyniło się do tego, że to obowiązek lojalności jest obecnie uważany za najważniejszą powinność wynikającą ze standardu powierniczego¹⁴. Najogólniej obowiązek ten można zdefiniować jako konieczność przedkładania interesów spółki nad korzyści własne. Przestrzeganie obowiązku lojalności wiąże się zwykle z unikaniem konfliktu interesów i zawierania przez decydentów tzw. *self-dealer transactions*, czyli transakcji, w których dyrektorzy z jednej strony reprezentują siebie, a z drugiej spółkę. Takie sytuacje doprowadzić mogą do konieczności podjęcia decyzji niekorzystnej dla jednej ze stron i wówczas bardzo prawdopodobny staje się wybór na niekorzyść przedsiębiorstwa. W Stanach Zjednoczonych istnieje jednakże możliwość przeprowadzenia takiej operacji – w imieniu spółki działają wtedy niezależni dyrektorzy, którzy mają pełne prawo odrzucić proponowaną umowę. Jeśli jednak ją zaakceptują, transakcję uważa się za ważną, chyba że akcjonariusz dowiedzie przed sądem, że nie jest ona dla spółki korzystna. Za postępowanie wbrew *loyalty duty* uważa się również nadużywanie pozycji lub informacji przez dyrektora, a także nadużywanie zasobów korporacji, w tym również wypłacanie zbyt wysokiego wynagrodzenia,

Istotną kwestią dotyczącą amerykańskiego modelu *corporate governance* jest zakres obowiązków rady dyrektorów oraz tworzone w ramach niej komitety. Warto podkreślić, że przytoczone poniżej cechy członków rady oraz kultury organizacji to w znacznym stopniu tylko postulaty dotyczące jej funkcjonowania. W dalszej części książki szczegółowa analiza

dyrektorów spółki (patrz: *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, s. 98).

14 B.S. Black, *The Principal Fiduciary Duties of Boards of Directors*, Presentation at Third Asian Roundtable on Corporate Governance, Singapore, 4 April 2001, s. 3.

rzeczywistych uwarunkowań funkcjonowania nadzoru na przykładzie spółki Lehman Brothers dowodzi, że wytyczne te dalece odbiegają od stanu faktycznego.

Rada dyrektorów wydaje się być kluczowym organem korporacji, w którym każdy członek odgrywa istotną rolę. Dobór dyrektorów powinien więc być przeprowadzany bardzo starannie – tak, by każdy z wybranych spełniał kryterium uczciwości, odpowiedzialności, przemyślnych sądów, podstawowej znajomości finansów, dojrzałości i stawiania korporacji najwyższych wymagań¹⁵. To tylko niektóre z postulowanych warunków. Różne organizacje i instytucje odmiennie formułują zarówno kryteria doboru dyrektorów, jak i zakres zadań, na wypełnianiu których powinni się oni skoncentrować. Tabela 1 zawiera zestawienie podstawowych działań rady rekomendowanych przez National Association of Corporate Directors (NACD) oraz Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)¹⁶.

Przedstawione w tabeli 1 rekomendacje są w zasadzie do siebie zbliżone. Warto zwrócić uwagę na powtarzające się w nich sformułowania dotyczące „przeglądania” i „monitorowania” informacji. Należy zdawać sobie sprawę, że rzetelne wypełnienie tych zaleceń możliwe jest jedynie przy założeniu posiadania bieżącego dostępu rady do odpowiednich danych, a także umiejętności właściwej oceny i interpretacji uzyskanych informacji. Na uwagę zasługuje jeszcze wyrażnie podkreślona w raporcie OECD konieczność monitorowania przez radę polityki ryzyka oraz podejmowania działań zorientowanych na długookresowy interes spółki. W książce zostanie dowiedzione, że zignorowanie właśnie tych wytycznych w znacznej mierze przyczyniło się do krytycznej sytuacji spółki Lehman Brothers.

Podsumowując rozważania dotyczące modelowych uwarunkowań *corporate governance*, trzeba zauważyć, że opisana powyżej różnorodność i złożoność zadań stojących przed radą dyrektorów zrodziła konieczność wyróżnienia w niej struktur koncentrujących swoje działania na określonych obszarach funkcjonowania spółki. Chodzi w szczególności o te

15 Kryteria doboru dyrektorów wysunięte przez National Association of Corporate Directors (NACD), autorka podaje za: K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 493–497.

16 NACD to instytucja zrzeszająca około 3000 prezesów, dyrektorów, kandydatów na dyrektorów i konsultantów, której działalność w całości poświęcona jest problematyce *corporate governance*. Opracowywane przez nią raporty i rekomendacje stanowią bardzo istotny głos na forum rozważań o nadzorze korporacyjnym w USA. Szczegółowe zalecenia OECD stanowiące międzynarodowy punkt odniesienia dla kwestii dobrego nadzoru właścicielskiego, na którym bazują m.in. zalecenia Komitetu Bazylejskiego, będą podstawą rozważań w dalszej części pracy, dlatego uzasadnione wydaje się być ich wstępne syntetyczne zestawienie.

Tabela 1. Zakres działań rady i obowiązki dyrektora wg opracowań NACD i OECD

Raport NACD	Zasady OECD (Raport Millsteina)
Każda rada ma obowiązek szczegółowego określenia swoich obowiązków i ma pełną swobodę w tym zakresie. Do obowiązków rady należy: – aprobowanie filozofii i misji korporacji – selekcja, monitorowanie, ocena, wynagradzanie i – jeśli jest taka potrzeba – wymiana CEO oraz zapewnienie jego następcy – przeglądanie i aprobowanie strategii zarządzania i planów biznesowych – przeglądanie i aprobowanie finansowych celów, planów i działań podejmowanych przez korporację – przeglądanie i aprobowanie materialnych transakcji wykraczających poza ustalony zakres działalności – monitorowanie rezultatów korporacji w zakresie ich zgodności z planem strategicznym i biznesowym – zapewnianie przestrzegania norm etycznych, przepisów ustawowych i innych regulacji, zasad audytu, rachunkowości oraz własnych zasad wypracowanych w ramach korporacji – ocena efektywności korporacji – wypełnianie innych funkcji przewidzianych prawem lub statutem korporacji. Rada powinna okresowo dokonywać przeglądu zakresu obowiązków rady i CEO w celu uwzględnienia zmian w zakresie tadu korporacyjnego i działalności firmy	Rada powinna wypełniać następujące kluczowe zadania: – przeglądać i ukierunkowywać strategię spółki, główne plany działania, politykę ryzyka, budżety roczne oraz biznesplany, wytyczać cele; monitorować ich realizację i wyniki spółki; nadzorować duże przedsięwzięcia inwestycyjne, ważne transakcje zakupu, przejęcia i sprzedaży – monitorować efektywność praktyk zarządzania spółką – wybierać, wynagradzać, monitorować i – jeśli jest taka potrzeba – wymieniać kluczowych dyrektorów oraz zapewnić im następców – regulować wynagrodzenia najważniejszych menedżerów i rady z uwzględnieniem długookresowego interesu spółki i jej akcjonariuszy – zapewnić formalny i przejrzysty system nominacji i wyborów do rady – monitorować i rozstrzygać potencjalne konflikty interesów pomiędzy kadrą kierowniczą, radą i akcjonariuszami – zapewnić spójność i uczciwość systemów księgowości i raportowania finansowego, z uwzględnieniem niezależnego audytu i odpowiednich mechanizmów kontroli – nadzorować proces ujawniania i przekazywania informacji Rada powinna być w stanie wydawać obiektywnie niezależne sądy w sprawach dotyczących korporacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Weil, Gotshal & Manges LLP, *Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States*, January 2010, s. 10.

dziedziny, które narażone są na pojawienie się konfliktów interesów. Do sfer istotnie podatnych na ich wystąpienia zalicza się m.in. wynagrodzenia najważniejszych menedżerów i członków rady, wybór dyrektorów, przygotowanie sprawozdań finansowych, audyt zewnętrzny, system kontroli wewnętrznej oraz system zarządzania ryzykiem. W praktyce przełożyło się to na postulat tworzenia komitetów rady, wśród których za podstawowe uznaje się: komitet audytu, komitet wynagrodzeń i komitet

nominacji¹⁷. Komitety mają pełnić rolę swoistego niezależnego doradcy przedkładającego swoje postulaty na posiedzeniach rady dyrektorów. Ich rola jest jednak bardzo znacząca, gdyż, jak podkreśla raport OECD, zwłaszcza te komitety, w których zasiadają niezależni dyrektorzy, pozwalają uczestnikom rynku nabyć przekonania, że konflikty interesów rozstrzygane będą na korzyść spółki, a tym samym działania rady chronić będą interes akcjonariuszy¹⁸.

Amerykańskie standardy ładu korporacyjnego od lat silnie oddziałują na modele *corporate governance* na całym świecie. Pozycja gospodarki USA, procesy globalizacji a wraz z nimi powstanie wielkich międzynarodowych korporacji sprawiają, że różne elementy kultury organizacji, w tym również nadzoru korporacyjnego, przenikają do, wydawałoby się bardzo różniących się od siebie, mechanizmów ukształtowanych w Europie czy Azji. Trwa także wciąż nierozstrzygnięty dyskurs nad tym, który z modeli jest bardziej efektywny. Upadek Lehman Brothers i kryzys w instytucjach finansowych w USA zburzył niejako wiarę inwestorów i narodowych agencji regulacyjnych w bezpieczeństwo amerykańskich standardów opartych na samoregulacji i przekonaniu o równoważącej sile giełdy i rynku. Niemniej jednak, państwo amerykańskie nie czuje się ideologicznie zobowiązane, aby nieustannie kontrolować prywatny biznes, który przy podejmowaniu decyzji powinien kierować się społecznie akceptowalną etyką i uczciwością. Taka kontrola nie jest również możliwa z technicznego punktu widzenia, zwłaszcza w instytucjach o tak skomplikowanej strukturze i zakresie działalności jak banki inwestycyjne. W tej sytuacji kryzys zaufania do amerykańskiego modelu nadzoru nie może być przezwyciężony poprzez dokonanie w nim drastycznych zmian zwiększających zakres kontroli nad decydentami, gdyż byłoby to całkowicie sprzeczne z amerykańską kulturą korporacyjną. Zaufanie do instytucji finansowych może zostać przywrócone jedynie w drodze odbudowy pozytywnego wizerunku menedżerów, unikaniu pokusy nadużycia i ewolucji usług bankowych w kierunku *partnership banking*. W dalszej części książki autorka postara się wykazać, że w istocie upadek Lehman Brothers nie dowodzi słabości amerykańskiego modelu *corporate governance*, potwierdza jednak tezę, że powierzchowne, nierzetelne stosowanie dobrych praktyk nadzoru wydatnie zmniejszyło prawdopodobieństwo przetrwania banku w niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym.

17 D. Dobija, I. Koładkiewicz, I. Cieślak, K. Klimczak, *Komitety rad nadzorczych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 29.

18 *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective*, OECD 2008, s. 78.

1.2. Specyfika nadzoru w sektorze finansowym

Efektywne mechanizmy *corporate governance* są kluczowym czynnikiem wewnętrznym zapewniającym stabilne funkcjonowanie podmiotów sektora bankowego. Kryzys *subprime* obnażył liczne problemy tkwiące w regulacjach nadzorczych i postawach wielu instytucji finansowych¹⁹. Powszechnie zwraca się uwagę, że to właśnie w bankach kwestie władztwa korporacyjnego powinny być szczególnie dokładnie uregulowane, a zakres ich wdrażania musi stanowić przedmiot kontroli ze strony państwowych nadzorców i uczestników rynku.

Należy pamiętać, że podmioty sektora bankowego pełnią w gospodarce rolę zbliżoną lub niekiedy nawet utożsamianą z rolą dobra publicznego, a współzależności pomiędzy nimi i grupami interesariuszy są bardzo specyficzne i opierają się w znacznej mierze na szczególnym stosunku zaufania. Wynika to z kilku przyczyn – po pierwsze, deponenci, zwłaszcza indywidualni, nie mogą skutecznie chronić swoich interesów, ponieważ nie posiadają wystarczających informacji dotyczących działalności banku. Po drugie, aktywa instytucji finansowych są często mało przejrzyste i trudno na ich podstawie wnioskować o sytuacji płynnościowej konkretnego podmiotu. Po trzecie, problemy z wypłacalnością jednego lub grupy banków wywołują prawie zawsze tzw. efekt domina, który destabilizuje określoną klasę banków lub nawet całą gospodarkę. Po czwarte wreszcie, nie wolno zapominać, że banki mają pozycję dominującą w rozwoju systemów finansowych i są ważnymi motorami wzrostu gospodarczego²⁰.

Bankowe mechanizmy władztwa korporacyjnego uwypuklają problem wynikający z teorii agencji, będącej koncepcją rozdzielenia własności i kontroli oraz zaistniałego w takiej sytuacji konfliktu interesów właścicieli (akcjonariuszy) z wynajętym przez nich agentem (kierownictwem spółki)²¹. W sektorze bankowym problemy agencyjne dotyczą nie tylko tych dwóch stron, dlatego zasady nadzoru muszą być tak skonstruowane, aby chroniły również interesy kredytobiorców, deponentów oraz spełniały wymogi nadzorców zewnętrznych.

19 M. Marcinkowska, *Jak wzmocnić władztwo korporacyjne w bankach?*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny...*, s. 153.

20 E. Tandelilin, H. Kaaro, P.A. Mahadwartha, Supriyatna, *Corporate Governance, Risk Management, and Bank Performance: Does Type of Ownership Matter?*, EADN Working Paper, no. 34(2007), s. 1.

21 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360.

Ekonomiści zgodni są co do tego, że w sektorach pozafinansowych to często rynek skutecznie pełni rolę swoistego regulatora, eliminując te podmioty, które są gorzej zarządzane. Ta rynkowa forma kontroli w przypadku instytucji bankowych jest znacznie słabsza, co stanowi dodatkowy argument przemawiający za koniecznością szczególnie rygorystycznego przestrzegania zasad *corporate governance* w tym sektorze. Dodatkowo, podmioty bankowe zobligowane są do postępowania zgodnie z licznymi regulacjami prawnymi, których stosowanie jest stale monitorowane przez agendy państwa. Można zatem stwierdzić, że nadzór nad przedsiębiorstwami sektora finansowego jest podwójny – z jednej strony działalność banku jest dozorowana przez szerokie grono interesariuszy, tj. właścicieli, kredytobiorców oraz nabywców papierów wartościowych, których współczesny bank jest często emitentem. Z drugiej strony natomiast, funkcjonowanie banku jest uważnie monitorowane przez instytucje sieci bezpieczeństwa, co jest wprawdzie w pełni uzasadnione z punktu widzenia specyficznej roli pełnionej przez sektor finansowy, zmienia jednakże w wydatny sposób zachowania interesariuszy, zmniejszając ich zaangażowanie w nadzór nad działaniami kadry kierowniczej. Dodatkowo, mając na celu ochronę interesu społecznego, rządy wprowadzają zwykle praktykę gwarantowania depozytów, a także pomoc płynnościową dla banku w sytuacji zagrożenia kryzysem. Takie działania osłabiają rynkowe mechanizmy dyscyplinujące, a wśród przedstawicieli kierownictwa zwiększają pokusę nadużyć. Deponenci mniej bacznie przyglądają się wówczas polityce zarządzania ryzykiem, zarządzający natomiast chętniej angażują się w bardziej dochodowe i zarazem bardziej ryzykowne transakcje, mając świadomość, że przynajmniej część ewentualnych kosztów nietrafionych decyzji poniesie sektor rządowy.

Poniekąd to właśnie doktryna TBTF (*Too Big To Fail*) oraz TITF (*Too Important To Fail*)²² była jedną z przyczyn, dla których Richard Fuld, przewodniczący rady oraz CEO w Lehman Brothers, niemal do końca istnienia banku podejmował bardzo ryzykowne działania, wierząc, że Rezerwa Federalna (FED) nie pozwoli upaść jednemu z największych banków inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych.

Założenia R. Fulda nie były bezpodstawne. Wcześniej FED nie raz zdecydował się na wsparcie banków pakietem ratunkowym. Przykładem może być ratowanie funduszu hedgingowego Long-Term Capital Management L.P. (LTCM) w 1998 r., kiedy to Rezerwa Federalna orzekła, że ryzyko systemowe związane z upadkiem LTCM może doprowadzić do zawieszenia funkcjonowania lub zamknięcia istotnych graczy z Wall Street.

22 TBTF (ang. *Too Big To Fail*) – zbyt duży, żeby upaść; TITF (ang. *Too Important To Fail*) – zbyt ważny, żeby upaść.

Ostatecznie, po tygodniu negocjacji nad kształtem planu ratunkowego, FED przekonał 14 banków do wpłacenia łącznie 3,65 mld USD, aby uratować LTCM. W realizacji tego planu uczestniczył również Lehman Brothers²³. Można przypuszczać, że taka postawa zarówno władz monetarnych, jak i podmiotów prywatnych utwierdziła uczestników rynku w przekonaniu, że w przypadku kłopotów dużej instytucji finansowej koszty jej upadku są tak wysokie, że otoczenie za wszelką cenę będzie próbowało im zapobiec.

W niektórych opracowaniach wskazuje się nawet, że to właśnie wprowadzenie regulatora zewnętrznego znacznie bardziej osłabia mechanizmy nadzoru korporacyjnego w bankach niż konflikt agencyjny pomiędzy właścicielem a zarządem²⁴. Regulacje rządowe odzwierciedlają fakt istnienia interesów innych niż interes spółki lub akcjonariuszy. Rząd, występując jako jedno z ogniw w tej zmodyfikowanej teorii agencji, działa w ochronie interesu publicznego, a w szczególności interesu klientów korzystających z usług banku²⁵. Instytucje rządowe stają się tym samym agentem wynajętym przez obywateli do dbałości o kapitał powierzony przez nich podmiotom sektora finansowego. Co więcej, kadra zarządzająca bankiem jest agentem nie tylko właścicieli akcji – stosunek pryncypał–agent zdefiniować można również pomiędzy deponentami a menedżerami wynajętymi do właściwego gospodarowania zdeponowanym w banku majątkiem.

Jak wynika z powyższych rozważań, działania podejmowane przez banki dotyczą bardzo szerokiego grona interesariuszy i oddziałują na niemal wszystkie obszary gospodarki. Dlatego należy przyjąć, że zakres zadań władztwa korporacyjnego w omawianym sektorze jest znacznie szerszy niż w innych sektorach gospodarki. Najważniejsze z celów *corporate governance* dotyczą ochrony interesów właścicieli akcji i wszystkich pozostałych interesariuszy, ochrony interesu publicznego związanego z prawidłowym funkcjonowaniem systemu finansowego, a także przestrzeganiem norm prawnych²⁶. Ten szeroki zakres priorytetów powoduje,

23 M.T. Williams, *Uncontrolled Risk. The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, Mc Graw Hill, 2010, s. 88.

24 P. Ciancanelli, J.A.R. Gonzales, *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*, „Social Science Research Network”, s. 4, Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=253714 (dostęp 5.12.2012).

25 E. Klepczarek, *System wynagradzania menedżerów jako kluczowy czynnik determinujący politykę zarządzania ryzykiem banku. Studium przypadku Lehman Brothers Holding*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2014, t. XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, s. 156–157.

26 B.E. Gup, *Corporate Governance in Banking. A Global Perspective*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2007, s. 22.

że ocena nadzoru korporacyjnego dokonuje się w przypadku banków na wielu płaszczyznach. Oprócz stosowania się do wspomnianych regulacji rządowych, skuteczność nadzoru ocenia się również na podstawie efektywności działania, rzetelności sprawozdawczości finansowej, wysokości zwrotu z inwestycji oraz spełniania oczekiwań społecznych, w tym na przykład zapewnienia korzystnych warunków kredytowania.

Właściwy sposób wypełniania wymienionych zadań to efekt wydanego wewnętrznego modelu *corporate governance*. Zewnętrzne standardy natomiast stanowią pewne formalne ramy, wewnątrz których bank podejmować ma działania służące realizacji większości swoich celów. Za całokształt tych wewnętrznych operacji odpowiada rada dyrektorów, menedżerowie i pracownicy banku. Należy podkreślić, że klienci lub inwestorzy polegają nie tylko na skuteczności zewnętrznych regulacji prawnych, ale przede wszystkim na kompetencji i staranności osób zarządzających działalnością banku. Zagadnienia w obszarze wewnętrznego nadzoru korporacyjnego odnoszą się głównie do kwestii odpowiedzialności, a także monitorowania i kontroli zarządzania firmą w zakresie wykorzystania zasobów i podejmowania ryzyka²⁷.

Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) wszystkie czynności związane tworzeniem efektywnych wewnętrznych kryteriów udzielania kredytów i inwestowania, a także zatwierdzania, wprowadzania i okresowego przeglądu wszelkich polityk, praktyk i procedur deleguje wprost na kierownictwo i rady dyrektorów banku²⁸. Podkreśla przy tym konieczność właściwej oceny podejmowanych działań pod względem ekspozycji banku na różne rodzaje ryzyka. Dyrektorzy i kadra zarządzająca są również odpowiedzialni za całokształt praktyk nadzoru korporacyjnego, w szczególności zaś za wprowadzenie odpowiedniej polityki wynagrodzeń i silnych mechanizmów wewnętrznej kontroli pozwalających minimalizować ryzyko działalności banku.

Z powyższych rozważań jasno wynika nadrzędna rola rady dyrektorów jako najważniejszego ogniwa nadzoru wewnętrznego. Komitet Bazylejski podkreśla, że członkowie rady powinni cechować się odpowiednimi kwalifikacjami do pełnienia swojej funkcji, posiadać pełne rozeznanie w zakresie ich roli w kształtowaniu ładu korporacyjnego i mieć możliwość dokonywania rzetelnych ocen dotyczących działalności banku. Zakres obowiązków i odpowiedzialności dyrektorów jest tak szeroki, że nieustannie trwają dyskusje nad możliwościami zwiększenia ich moty-

27 E. Tandilililn, H. Kaaro, P.A. Mahadwartha, Supriyatna, *Corporate...*, s. 15.

28 Basel Committee on Banking Supervision, *Core Principles Methodology*, Basel, October, 1999, s. 23.

wacji do działania na rzecz dobra banku, w tym przede wszystkim jego klientów i akcjonariuszy, oraz zmniejszenia tzw. pokusy nadużycia pojawiającej się w sytuacji posiadania dużego zakresu władzy, możliwości zawierania wysoce ryzykownych transakcji, braku przejrzystości i znacznej asymetrii informacji.

Kwestia zarządzania ryzykiem to w przypadku podmiotów sektora bankowego kluczowe zagadnienie w obszarze *corporate governance*. U podstaw kształtowania właściwej polityki ryzyka leżą skuteczne mechanizmy nadzoru i rygorystyczna wewnętrzna kontrola²⁹. Powinna im również towarzyszyć właściwa kultura organizacji zapewniająca przestrzeganie w praktyce wszelkich formalnych ustaleń i procedur. Także w tym zakresie rola rady i wyższego kierownictwa wydaje się być priorytetowa. To na najwyższych szczeblach zarządzania spółki rodzi się jej kultura organizacyjna. Zachowanie zarządu zgodne z założonymi wartościami i regułami wyznacza wzorce, które są następnie przekazywane do pracowników niższego szczebla.

Jednym z podstawowych standardów bankowości powinna być, oprócz wspomnianej wcześniej konsekwentnej realizacji strategii zarządzania ryzykiem, transparentność banku i jawność informacji dotyczących jego kondycji finansowej. Przypadek Lehman Brothers pokazuje, że pomimo zwiększenia w ostatnich latach wymagań dotyczących zakresu ujawnianych informacji i ujednolicenia reguł sprawozdawczości finansowej, praktyka rynkowa odbiega dalece od postulowanego modelu. Rozwój tzw. inżynierii finansowej, powstawanie „wehikułów specjalnego przeznaczenia” (ang. *Special Purpose Vehicles*, SPV), skomplikowanych instrumentów strukturyzowanych oraz towarzysząca temu dywizjonalizacja korporacji bankowych sprawiły, że stopień złożoności operacji i procedur realizowanych przez bank staje się niekiedy wręcz niemożliwy do racjonalnej i rzetelnej oceny. Jeśli dodatkowo weźmie się pod uwagę podejmowane w niektórych przypadkach świadome działania mające na celu zniekształcanie lub ukrycie pewnych informacji związanych z ryzykiem transakcji zawieranych przez bank czy też jego sytuacją płynnościową, można stwierdzić, że wdrażanie standardów przejrzystości w tym sektorze powinno zostać szczególnie dokładnie zweryfikowane.

Bardzo istotnym problemem z zakresu nadzoru korporacyjnego w instytucjach finansowych jest kwestia wynagrodzeń. Ostatni kryzys obnażył nieskuteczność systemów wynagradzania dyrektorów i menedżerów banku, których presja na krótkookresowy zysk i generowanie wysokiego zwrotu z akcji z pewnością w znacznym stopniu doprowadziła do decy-

29 W.J. McDonough, *Issues in Corporate Governance*, „Current Issues in Economy and Finance”, September/October 2002, vol. 8, no. 8, s. 2.

dowania się na zbyt agresywne strategie operacyjne. Komitet Bazylejski wskazuje na konieczność opracowania przez radę polityki wynagrodzeń zgodnej z kulturą korporacji, która będzie uwzględniać cele długoterminowe oraz strategię banku i środowisko kontroli³⁰. Ustalenia dotyczące płac odbywać się powinny w ramach komisji ds. wynagrodzeń składającej się w całości z niezależnych dyrektorów i muszą zostać określone w pisemnym regulaminie³¹. Co więcej, komisja powinna sporządzić raport o wynagrodzeniach, skonfrontować system wynagradzania oraz osiągnięcia menedżerów z celami korporacji, ustalić wysokość wynagrodzeń na podstawie dokonanych ocen i przygotować dla rady rekomendacje dotyczące zasad ustalania premii za wyniki i programów motywacyjnych opartych na własności.

Wymienione powyżej składniki wynagrodzenia kadry kierowniczej zasługują na szczególną uwagę. Otóż, premie zależne od zysku zostały wprowadzone po to, aby zwiększyć motywację zarządzających do efektywnego działania oraz poprawić ich wydajność i zaangażowanie w osiąganie ekonomicznych celów danego podmiotu. Natomiast programy partycypacji we własności mają w zamierzeniu łączyć interesy menedżerów i akcjonariuszy. Część wynagrodzenia wypłacana w formie akcji, opcji na akcje lub akcji wirtualnych sprawia, że menedżer zostaje współwłaścicielem spółki, wobec czego powinien stać się zainteresowany realizacją strategii zwiększających dobrobyt również innych właścicieli. Jednakże analiza przyczyn kryzysu *subprime* prowadzi do konkluzji, że tak skonstruowane programy płacowe prowadziły bardzo często do skoncentrowania uwagi menedżerów na krótkookresowych zyskach bez uwzględniania założonego wcześniej poziomu ryzyka i kosztu kapitału. A zatem zbudowane w ten sposób programy motywacyjne również potrzebują zrewidowania. Institute of International Finance (IIF) w odpowiedzi na kryzys finansowy z 2007 r. wydał raport dotyczący rekomendacji w zakresie dobrych praktyk, w którym określił konieczność dokonania zmian w motywacyjnych systemach wynagradzania³². Największy nacisk został w nim położony na uwzględnienie podejmowanego ryzyka jako kluczowej kwestii przy ustalaniu wysokości premii i odpraw. Niemal każdy z wysuniętych przez IIF postulatów odnosi się do korygowania osiągniętego zysku o ryzyko i uwzględniania wyników w odpowiednim horyzoncie czasowym. Przeprowadzona w dalszej części książki analiza przyczyn

30 Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing...*, s. 14.

31 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2005, s. 153–198.

32 IIF, *Final report to the IIF Committee on Market Best Practices: Principles Conduct and Best Practice Recommendations*, Washington, July 2008, s. 49–50.

upadku Lehman Brothers jednoznacznie wskaże na potrzebę uwzględnienia postulatów IIF przy rewizji zasad nadzoru korporacyjnego.

Powyższe rozważania ukazują wielowymiarowość problematyki nadzoru w instytucjach finansowych. Pozwalają również postawić tezę, że trudno wskazać jeden obszar *corporate governance*, który odpowiedzialny jest za ewentualne trudności określonego podmiotu. Także w przypadku spółki Lehman Brothers winą za jej krytyczną sytuację obarczyć należy niemal wszystkie elementy mechanizmu nadzorczego zarówno te zewnętrzne, jak i te funkcjonujące wewnątrz banku. Z powyższych analiz na pierwszy plan wysuwają się jednak dwa ogniwa, które wydają się być newralgiczne dla sprawności procesów nadzoru – skuteczność działań rady dyrektorów oraz polityka zarządzania ryzykiem. Obie kwestie są przedmiotem licznych opracowań, zaleceń i regulacji. Jednak kasus Lehman Brothers doskonale obrazuje, jak różnią się sformalizowane zasady od praktyki gospodarczej i jak bardzo należy poprawić zakres implementacji dobrych praktyk władztwa korporacyjnego w bankach tak, by rzeczywiście mogły one funkcjonować jako instytucje zaufania publicznego, szukając optymalnej płaszczyzny porozumienia wszystkich interesariuszy.

1.3. Prawne uwarunkowania nadzoru korporacyjnego w USA

Jak wspomniano wcześniej, pojęcie nadzoru korporacyjnego nie posiada jednoznacznej definicji. Preambuła do *Zasad nadzoru korporacyjnego* sformułowanych przez OECD wskazuje przede wszystkim na relacje pomiędzy kadrą zarządzającą, akcjonariuszami i innym interesariuszami spółki, a także strukturę pozwalającą na osiągnięcie celów spółki oraz umożliwiającą monitorowanie jej wyników. W myśl cytowanego opracowania dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organy spółki i kadrę zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej wspólników/akcjonariuszy³³. Przyjęcie takiej definicji *corporate governance* na potrzeby analizy sytuacji w podmiocie finansowym implikuje pominięcie bardzo ważnego aspektu nadzoru, jakim w przypadku banku są relacje z zewnętrznym nadzorcą i spełnianie stawianych przez niego wymogów regulacyjnych. Dlatego bardziej adekwatnym w tym przypadku będzie przytoczenie definicji Komitetu Cadbury'ego, który mianem ładu korporacyjnego

33 *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, OECD 2004, s. 11.

określa system kierowania i kontroli przedsiębiorstw³⁴. Raport Komitetu w rozszerzeniu przedstawionej definicji podkreśla dodatkowo konieczność stosowania przez organy nadzoru przepisów ustawowych i wykonawczych. Taka formuła zwraca uwagę na bardzo ważny aspekt mechanizmu kształtowania relacji pomiędzy uczestnikami rynku usług bankowych, jakim są zewnętrzne regulacje i metody ich egzekwowania przez agendy państwa.

Rozmiary, skomplikowana struktura współczesnych banków oraz zmienność warunków otoczenia, w którym funkcjonują, sprawia, że bieżąca ocena ich kondycji finansowej stała się bardzo utrudniona. Predykcja zysków banku obarczona jest znaczną niepewnością. Tymczasem to właśnie poziom zysku stanowi bardzo istotną kwestię dla akcjonariuszy, mających na uwadze jak najwyższy zwrot z zainwestowanych w akcje środków. Jest również jedną z kluczowych wielkości branych pod uwagę przez regulatorów przy ocenie spełnienia minimalnych wymogów kapitałowych. Biorąc powyższe pod uwagę, można postawić tezę, że zarówno posiadacze akcji, jak i nadzorcy zewnętrzni mają wspólny interes w zrównoważonym zarządzaniu ryzykiem sektora bankowego, które zwiększa przewidywalność poziomu zysku. Natomiast już wcześniejsze rozważania dowiodły, że kluczowym mechanizmem gwarantującym wprowadzenie i przestrzeganie racjonalnych reguł w zakresie polityki zarządzania ryzykiem bankowym jest sprawnie funkcjonujący nadzór korporacyjny. W tym kontekście wspomniane powyżej interesy regulatorów i akcjonariuszy są zbieżne z celami właściwie pojmowanego *corporate governance*.

Najważniejszym regulatorem sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych jest Rezerwa Federalna. Jej znaczenie wzrosło dodatkowo po uchwaleniu Gramm-Leach-Bliley Act (GLB) w 1999 r. Ustawa ta, szerzej opisana w dalszej części rozdziału, znosiła zakaz łączenia działalności kredytowo-depozytowej, inwestycyjnej i ubezpieczeniowej przez jeden podmiot gospodarczy i nadawała bankowi centralnemu USA status tzw. *umbrella regulator*, mającego zapewnić bezpieczeństwo i ochronę. Wzrost znaczenia nadzorczej roli Rezerwy Federalnej potwierdza również dynamika wydatków FED ponoszonych z tytułu nadzoru i regulacji. W ciągu 20 lat wzrosły one o 258% od poziomu 175,6 mln USD w 1985 r. do 628 mln w 2005 r., przy czym w roku 1985 stanowiły około 13,6% wydatków Rezerwy, natomiast w 2005 było to już 20%³⁵.

34 *Report of the Cadbury Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Cadbury Committee Report, Gee, London 1992, s. 15.

35 B.E. Gup, *Corporate...*, s. 7.

Nadzór nad amerykańskim rynkiem finansowym podzielić można na trzy obszary: dbałość o bezpieczeństwo i solidność, adekwatność kapitałową oraz ubezpieczenie depozytów³⁶. Zadanie monitorowania bezpieczeństwa i solidności systemu zostało nałożone na FED już na początku lat 60., kiedy sekretarz skarbu USA, Salmon P. Chase, wezwał do utworzenia narodowego banku Stanów Zjednoczonych, który mógłby kontrolować rynek kredytowy, regulując tym samym podaż pieniądza. Praktykę ubezpieczania depozytów wprowadzono natomiast w 1930 r., aby uspokoić deponentów i zmniejszyć prawdopodobieństwo tzw. runu na banki. Działanie tego mechanizmu jest bardzo proste – banki wpłacają składki do funduszu gwarancyjnego, otrzymując w zamian zapewnienie wypłaty depozytów przez Skarb Państwa, gdyby doszło do wybuchu paniki bankowej. Ostatni obszar – monitorowanie i egzekwowanie wymogów kapitałowych – został zdefiniowany w latach 60. XIX w. w odpowiedzi na praktyki tzw. dzikich banków (ang. *wildcat banks*), które, podlegając jedynie regulacjom stanowym, bez nadzoru ze strony władz federalnych dopuszczały się praktyk wydatnego zwiększania zysków poprzez zmniejszanie niezbędnych rezerw kapitałowych, doprowadzając tym samym do potęgowania ryzyka utraty płynności i bankructwa³⁷.

Działalność nadzorcza nad rynkami finansowymi jest wyraźnie rozdzielona na różne instytucje, których zbiorcze zestawienie zawiera tabela 2. Warto podkreślić, że brak konsolidacji nadzoru skutkuje zwykle osłabieniem jego efektywności. Pomimo prób usprawnienia przepływu informacji między poszczególnymi podmiotami nadzorującymi trudno w takiej sytuacji uzyskać całościowy obraz rynku finansowego, znaleźć współzależności pomiędzy określonymi wielkościami i zsynchronizować działania kontrolne. Niemniej jednak, w Stanach Zjednoczonych system nadzoru jest silnie zdecentralizowany.

Jak zauważono wcześniej, nadmierne rozproszenie instytucji nadzorujących jest zjawiskiem niekorzystnym i utrudnia spójną strategię nadzoru i regulacji rynku. Drugim, już nie tak jednoznacznie negatywnym procesem, jest zachodząca na rynku amerykańskim od 1933 r. stopniowa liberalizacja działalności bankowej przejawiająca się w uchwalaniu kolejnych aktów normatywnych zezwalających na rozszerzanie profilów działalności instytucji sektora bankowego.

36 Ustawa Dodd-Frank Act podpisana przez Baracka Obamę w lipcu 2010 r. dodaje kolejny obszar – monitorowanie ryzyka systemowego – jednak przedstawione w tym rozdziale analizy dotyczą sytuacji sprzed upadku Lehman Brothers; Dodd-Frank Act zostanie szerzej omówiony w rozdziale 5.

37 *Report of the Cadbury...*, s. 15.

Tabela 2. Struktura instytucji nadzorujących rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych

Institucja nadzorcza	Regulowane podmioty	Uprawnienia w przypadku wystąpienia niebezpieczeństwa/ryzyka systemowego	Inne uprawnienia
Federal Reserve (Rezerwa Federalna)	Holdingi bankowe, holdingi finansowe, stanowe banki należące do systemu Rezerwy Federalnej, amerykańskie oddziały zagranicznych banków, zagraniczne oddziały banków amerykańskich	Pożyczkodawca ostatniej instancji dla banków członkowskich (funkcja realizowana poprzez okno dyskontowe). W „niezwykłych i wymagających okolicznościach” FED może udzielić pożyczki „każdej jednostce, spółce osobowej lub kapitałowej”	FED wydaje regulacje mające na celu ochronę konsumentów (w tym np. Truth-in-Lending Act)
Office of the Comptroller of the Currency-OCC (Biuro Kontroli Waluty)	Banki krajowe, amerykańskie oddziały federalne banków zagranicznych		
Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC (Federalna Spółka Gwarantująca Depozyty)	Ubezpieczone na podstawie odpowiednich przepisów federalnych instytucje depozytowe, w tym również banki stanowe, które nie są członkami systemu Rezerwy Federalnej	Po zidentyfikowaniu ryzyka systemowego FDIC może użyć swoich uprawnień do wykorzystania funduszy ubezpieczeń depozytów, zapewniając instytucjom depozytowym szeroko zakrojoną pomoc	
Office of Thrift Supervision – OTS (Biuro Nadzoru nad Oszczędnościami)	Koncesjonowane i ubezpieczone instytucje oszczędnościowe, holdingi spółek oszczędnościowo-pożyczkowych		
National Credit Union Administration – NCUA (Państwowa Administracja ds. Związków Przedsiębiorstw Kredytowych)	Koncesjonowane lub ubezpieczone związki przedsiębiorstw kredytowych	Poprzez pożyczki w ramach Central Liquidity Facility zapewnia wsparcie związkom przedsiębiorstw kredytowych doświadczających braku płynności	Prowadzi National Credit Union Share Insurance Fund (NCUSIF), będący funduszem ubezpieczającym depozyty związków przedsiębiorstw kredytowych

Instytucja nadzorcza	Regulowane podmioty	Uprawnienia w przypadku wystąpienia niebezpieczeństwa/ryzyka systemowego	Inne uprawnienia
Securities and Exchange Commission – SEC (Komisja ds. Giełdy i Papierów Wartościowych)	Giełda papierów wartościowych, brokerzy i dealerzy, fundusze inwestycyjne, doradcy, zarejestrowane korporacyjne papiery wartościowe sprzedawane publicznie.	Może zamknąć rynki lub na pewien czas zawiesić określone praktyki handlowe	Jest upoważniona do określenia finansowych standardów rachunkowości, których przestrzegać muszą wszystkie spółki notowane na giełdzie
Commodity Futures Trading Commission – CFTC (Komisja ds. Obrotu Transakcjami Terminowymi)	Giełdy kontraktów terminowych, brokerzy, fundusze inwestycyjne, doradcy finansowi	W nagłych przypadkach może zawiesić obrót, nakazać likwidację pozycji lub podniesienie marż	
Federal Housing Finance Agency – FHFA (Federalna Agencja ds. Rynku Nieruchomości)	Fannie Mae, Freddie Mac, Federalne Banki Hipoteczne	Od września 2008 działa jako nadzorca Fannie Mae i Freddie Mac	

Źródło: M. Jickling, E.V. Murphy, *Who Regulates Whom? An Overview of U.S. Financial Supervision*, Congressional Research Service, December 2010, s. 33.

Uchwalona w 1933 r. ustawa Banking Act³⁸, szerzej znana jako Glass-Steagall Act, zakładała m.in. utworzenie funduszu gwarantującego depozyty (FDIC), który obejmował swoimi poręczeniami środki zgromadzone w bankach komercyjnych. Krok ten był reakcją na Wielki Kryzys z 1929 r. i nieufność społeczeństwa wobec systemu finansowego spowodowaną upadkiem około 20% amerykańskich banków w tamtym czasie. A zatem, począwszy od wprowadzenia w życie ustawy Banking Act of 1933, zobowiązania podmiotów bankowych stały się potencjalnymi zobowiązaniami rządu, który przejął na siebie część ryzyka bankowego związanego z ewentualnymi błędnymi decyzjami menedżerów. Warto podkreślić, że kwota, do której gwarantowane są depozyty, systematycznie wzrasta – od 2500 USD w momencie powołania FDIC do 250 000 USD obecnie³⁹. Drugim bardzo ważnym postanowieniem zawartym w omawianej

38 Banking Act of 1933, Pub.L.73–66, 48 Stat. 162, enacted June 16, 1933.

39 <https://www.fdic.gov/deposit/deposits/> (dostęp 11.07.2016).

ustawie był zakaz łączenia działalności kredytowo-depozytowej, inwestycyjnej i ubezpieczeniowej. Warto przy tym podkreślić, że gwarancje depozytów nie obejmowały i do dzisiaj nie obejmują inwestycji w akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne, ubezpieczeń na życie, rent bankowych lub komunalnych papierów wartościowych, nawet jeżeli klient kupuje je od banku lub instytucji oszczędnościowej ubezpieczonej w FDIC. To postanowienie wydaje się być bardzo racjonalne i nieco łagodzi negatywne skutki swego „uspołecznienia” potencjalnych zobowiązań podmiotów bankowych.

W 1956 r. Kongres Stanów Zjednoczonych uchwalił ustawę *Bank Holding Company Act*⁴⁰, w której uregulowano działalność holdingów bankowych, określonych jako spółki kontrolujące dwa lub więcej banków (głównym kryterium definiującym kontrolę było posiadanie 25% lub więcej głosów na walnym zgromadzeniu). *Bank Holding Company Act* po pierwsze – nakazywał rejestrację holdingów, po drugie – zaostrzał nadzór nad tworzeniem i rozbudową tego rodzaju podmiotów, po trzecie natomiast – ograniczał ich aktywność do działalności kredytowo-depozytowej oraz zarządzania kontrolowanymi bankami i, co bardzo istotne, wyraźnie wymuszał zbycie wszelkich oddziałów o innym niż wyżej wymienione profilu. Jednakże ustawa ta zawierała również wiele wyłączeń z obowiązku rejestracji podmiotu jako holdingu bankowego dla organizacji związanych z rolnictwem, edukacją, instytucji wyznaniowych, charytatywnych i innych. Ponadto, nie regulowała działalności osób fizycznych i spółek osobowych będących właścicielami lub kontrolującymi podmioty bankowe⁴¹.

Tymczasem aż do lat 80. większość banków inwestycyjnych, w tym również *Lehman Brothers*, funkcjonowała w formie prywatnych spółek osobowych. W tej sytuacji to wielkość składu osobowego i majątek wniesiony przez wspólników określały kwotę kapitału własnego spółki, a ich skłonność do ryzyka determinowała rodzaj i ryzykowność zawieranych transakcji. Jednak, ponieważ operacje podejmowane równolegle przez spółki kapitałowe opiewały na coraz większe sumy, gorsze wyposażenie w kapitał spółek osobowych zaczęło być postrzegane jako element hamujący rozwój sektora. Biorąc pod uwagę hasło przewodnie ówczesnych brokerów – „rozwijaj się lub gin” (ang. *expand or die*) – nie dziwi presja na zwiększanie sum bilansowych, które umożliwiałyby podejmowanie ryzyka przy udziale większych kwot kapitału⁴².

40 *Bank Holding Company Act of 1956* („BHCA”), Pub. L. No. 84–511, 70 Stat. 133.

41 M.B. Greenlee, *Historical review of “umbrella supervision” by the Board of Governors of The Federal Reserve System*, „Review of Banking and Financial Law”, Spring 2008, vol. 27, s. 413–414.

42 M.T. Williams, *Uncontrolled...*, s. 40–43.

W odpowiedzi na tego rodzaju sygnały z rynku w 1971 r. giełda nowojorska (NYSE) zezwoliła na publiczny obrót akcjami podmiotów prowadzących działalność brokerską. W ten sposób banki inwestycyjne uzyskały dostęp do kapitału giełdowego i rozwijały swoje ryzykowne operacje rynkowe. Ich obecność na giełdowym parkiecie miała jeszcze jedną istotną implikację, bardzo ważną dla obecnego kształtu i problemów w obszarze *corporate governance*. W tradycyjnej spółce osobowej pracownicy byli zwykle silnie z nią związani. Udziały w spółce były bowiem nie płynne, a terminy realizacji opcji na udziały – znacznie oddalone w czasie, co wydatnie ograniczało rotację osób zatrudnionych. W momencie wejścia spółek na giełdę udziały (akcje) stały się łatwo zbywalne. Ponadto, wymogi dotyczące publikowania informacji o kondycji finansowej przedsiębiorstw sprawiły, że uczestnicy rynku mogli się dowiedzieć, która spółka generuje największe zyski, a zatem prawdopodobnie zatrudnia najbardziej efektywnych pracowników. Te dwa elementy zwiększyły częstotliwość zmian miejsca pracy i stały się to przyczynkiem do tworzenia systemów wynagradzania, które miały przyciągnąć największe talenty menedżerskie i inwestorskie, co doprowadziło w konsekwencji do wypłacania gigantycznych bonusów dla wyróżniających się pracowników.

W 1993 r. uchwalono przepis, który w zamierzeniu ustawodawcy zahamować miał dynamikę wzrostu płac dla *top managementu*. Ustalał maksymalną kwotę wynagrodzenia dla pracownika, którą pracodawca może odliczyć od podatku. Wynosi ona milion USD rocznie i każdy wydatek poniesiony w związku z wynagradzaniem pracownika przekraczający tę kwotę, aby stał się kosztem podatkowym, musi być uzależniony od wyników (*performance-related*). Można przypuszczać, że to właśnie ta zasada stała się jednym z istotnych powodów do wprowadzania programów płacowych opartych na udziale we własności. W ten sposób przedsiębiorstwa, nie tylko bankowe, zachowując wysoki poziom uposażenia dla menedżerów, mogą minimalizować swoje zobowiązania podatkowe. Taki system wynagrodzeń, jak już wspomniano wcześniej, stanowi również skuteczny mechanizm motywujący. Jednakże, co pokazał kryzys *subprime*, problem zrationalizowania programów płacowych wciąż pozostaje nierozwiązany i zarysowuje się wyraźnie wśród czynników osłabiających efektywne działanie nadzoru korporacyjnego.

Dodatkowym negatywnym mechanizmem obserwowanym w bankach inwestycyjnych od momentu wejścia na giełdę jest silna zależność ich kondycji od nastrojów rynkowych. Okres prosperity i optymizm inwestorów windują ceny akcji, natomiast wszelkie turbulencje i spadek pozytywnych prognoz na giełdzie może szybko doprowadzić do realnych problemów finansowych tych podmiotów (stosujących zwykle wysoką

dźwignię finansową), nawet w sytuacji, jeśli brak jest rzeczywistych przesłanek do utraty zaufania w ich stabilność.

Począwszy od 1986 r., rozpoczęto sukcesywne rozluźnianie ograniczeń nałożonych na rynek finansowy. Silne lobby bankowe wymusiło na Rezerwie Federalnej reinterpretację Rozdziału 20 Glass-Steagall Act⁴³. Ostatecznie FED zgodził się na podjęcie przez tradycyjne banki działalności zarezerwowanej do tamtej pory dla banków inwestycyjnych, jeśli ich zaangażowanie w tego rodzaju transakcje nie będzie przekraczać 5% przychodów brutto. Limit ten został jeszcze dwukrotnie zwiększony – do 10% w 1989 i 25% w 1996 r. Rok później Rezerwa Federalna zezwoliła na zakup przez banki firm zajmujących się obrotem papierami wartościowymi (domów maklerskich, firm brokerskich i innego rodzaju firm inwestycyjnych), a kiedy w roku 1998 doszło do fuzji banku Citycorp i konglomeratu finansowego Travelers Group, uznano, że regulacje Glass-Steagall Act w zasadzie przestały obowiązywać. Fuzja wymienionych spółek oznaczała w praktyce połączenie w jednym podmiocie działalności związanej z bankowością inwestycyjną, brokerskimi usługami detalicznymi i wszelkiego rodzaju ubezpieczeniami. Wreszcie w 1999 r. Bill Clinton podpisał Gramm-Leach-Bliley Act⁴⁴, który ostatecznie uchylał ograniczenia zawarte w ustawach z 1933 i 1956 r. dotyczące powiązań między bankami, firmami inwestycyjnymi i ubezpieczeniowymi oraz pozostałymi podmiotami świadczącymi usługi finansowe. Zezwalał przy tym na łącznie tego typu spółek poprzez utworzenie nowej struktury w postaci holdingu finansowego.

Tendencja do deregulacji rynków kapitałowych została zahamowana w 2002 r. przez głośną ustawę Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 opublikowaną jako Sarbanes-Oxley Act 2002 (nazywaną też Sarbox lub SOX)⁴⁵. Była ona reakcją na skandale finansowe wielkich korporacji takich jak Worldcom i Enron, które wstrząsnęły środowiskiem inwestorów i drastycznie obniżyły ich zaufanie do instytucji nadzoru korporacyjnego. Zapisy Sarbanes-Oxley Act stanowiły odpowiedź na zidentyfikowane wówczas najistotniejsze słabości nadzorcze, dotyczące zatajania danych o faktycznej sytuacji finansowej spółek, prowadzenia tzw. kreatywnej rachunkowości, fałszowania sprawozdań finansowych w porozumieniu z audytorami, braku kontroli rady i akcjonariuszy nad zarządzającymi zarówno w odniesieniu do prowadzonej polityki fuzji i przejęć, jak i do wydatków korporacyjnych

43 Rozdział 20 zabraniał afiliacji z podmiotami obracającymi papierami wartościowymi, czyli *de facto* uniemożliwiał fuzje z bankami inwestycyjnymi.

44 Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338 (1999).

45 Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 30, 2002.

(wynagrodzenia, koszty reprezentacyjne, koszty obsługi zarządu)⁴⁶. Wśród najważniejszych uregulowań wprowadzonych tą ustawą wymienia się zwykle⁴⁷:

- powołanie Komisji Nadzoru Rachunkowości Spółek Giełdowych (Public Company Accounting Oversight Board), wyznaczającej standardy audytu i nadzór nad firmami audytorskimi;
- zwiększenie niezależności audytorów, m.in. poprzez ograniczenie możliwości jednoczesnego świadczenia usług audytorskich oraz innego rodzaju usług dla tej samej spółki;
- wprowadzenie wymogu niezależności członków komitetu audytu (nie mogą pobierać wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla spółki, ze spółką i spółkami od niej zależnymi nie mogą mieć powiązań innych niż praca w Komitecie Audytu);
- wprowadzenie odpowiedzialności dyrektorów zarządzających za informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym, zobowiązanie ich do zwrotu premii oraz korzyści z obrotu akcjami spółki w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości;
- zwiększenie zakresu ujawnianych informacji i kontroli wewnętrznej, obowiązek ujawniania relacji z podmiotami, które nie występują w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym, działań zarządu w zakresie kontroli wewnętrznej, informacji o ekspertach doradzających komitetowi audytu w zakresie finansów;
- wprowadzenie zakazu udzielania pożyczek przez spółkę osobom w niej zasiadającym;
- zalecenie opracowania kodeksu etycznego dla menedżerów wysokiego szczebla odpowiedzialnych za finanse, zwiększenie zakresu odpowiedzialności i kar za przestępstwa finansowe oraz zbudowanie systemu umożliwiającego zgłaszanie nadużyć (tzw. *whistle blowers*).

Zaostrzenie prawa w zakresie *corporate governance* wprowadzone zapisami Sarbanes-Oxley Act zostało przez niektórych uznane za osłabiające konkurencyjność Stanów Zjednoczonych⁴⁸. Trzeba podkreślić, że spółki zostały zobowiązane do bezwzględnego przestrzegania przepisów ustawy, nie miała tu zastosowania pojawiająca się często w odniesieniu do uregulowań relacji inwestorskich zasada „zastosuj albo wyjaśnij” (ang. *comply or explain*). Doświadczenia kryzysu 2007–2010, w tym rów-

46 M. Aluchna, O. Mikołajczyk, *Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 112, SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 38.

47 M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, *Corporate Governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo UG, Gdańsk 2015, s. 86.

48 *Ibidem*.

niez przedstawione w dalszej części książki studium przypadku banku Lehman Brothers, dowiodły jednak słabości egzekwowania wprowadzonych reguł i po raz kolejny zachwiały ufność rynku w skuteczność władztwa korporacyjnego.

Przedstawiona powyżej ewolucja państwowych regulacji nadzorczych w obszarze bankowości inwestycyjnej potwierdza tezę, zgodnie z którą „doktryna silnej regulacji sektora bankowego przeplata się cyklicznie z głosami optującymi za deregulacją, która podnosi efektywność i innowacyjność instytucji finansowych. Powrót do fazy regulacji pojawia się zwykle jako konsekwencja zjawisk kryzysowych. Za każdym razem wówczas, w ślad za ujawniającymi się nowymi ogniskami niestabilności, pojawiają się wysiłki regulacyjne skoncentrowane na ich neutralizacji. Niestety okazuje się, że nowe ogniska występują coraz częściej i w miejscach dotychczas niespotykanych. Proces ten skłania do poszukiwań odpowiedzi na zasadnicze pytanie, czy podejmowane działania regulacyjne są niewystarczające, czy też problemem jest ich nadmiar i nieadekwatność”⁴⁹.

1.4. Dobre praktyki *corporate governance* jako punkt wyjścia do rozważań o nieprawidłowościach nadzoru w banku Lehman Brothers

1.4.1. Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD

Uzupełnieniem regulacji ustawowych w zakresie *corporate governance* są tworzone przez międzynarodowe zespoły eksperckie, a także przyjmujące postać samoregulacji formułowanych przez środowiska biznesu zbiory reguł i wytycznych nazywane kodeksami dobrych praktyk. Pierwszej próby zharmonizowanego ujęcia zasad nadzoru korporacyjnego na poziomie ogólnoświatowym podjęła się w 1999 r. rada OECD, próbując z jednej strony uogólnić narodowe standardy, z drugiej natomiast – stosunkowo precyzyjnie określić podstawowe wartości, jakimi kierować się powinien rynek kapitałowy w grupie najbardziej rozwiniętych krajów.

49 T. Zieliński, *Niejednoznaczność wpływu regulacji bazylejskich na bank jako instytucję zaufania publicznego*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, nr 171, s. 33.

Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD zostały uchwalone przez reprezentantów 29 krajów wchodzących w skład OECD w maju 1999 r. po rocznych konsultacjach prowadzonych z kluczowymi uczestnikami rynków finansowych oraz organizacjami zajmującymi się monitorowaniem rozwoju praktyk *corporate governance*⁵⁰. W reakcji na głośnie skandale i bankructwa, których symbolem stała się spółka Enron, dokument ten znowelizowano w 2004 r., poddając wcześniej sformułowane zasady gruntownej rewizji i ukierunkowując je jeszcze bardziej w stronę tworzenia kultury wartości służących propagowaniu profesjonalnych i etycznych zachowań, opartych na zaufaniu i uczciwości, które powinny stanowić filar dobrze funkcjonujących rynków⁵¹.

Znowelizowany zbiór rekomendacji składa się z dwóch części, z których pierwsza obejmuje sześć rozdziałów prezentujących kolejno zasady nadzoru korporacyjnego oraz wspierające je zalecenia⁵². W rozdziale I poruszane są zagadnienia związane z zapewnieniem podstaw dla skuteczności ram *corporate governance*, drugi dotyczy praw właścicieli, trzeci natomiast koncentruje się na równorzędnym ich traktowaniu ze szczególnym uwzględnieniem praw udziałowców mniejszościowych. Kolejne rozdziały dokumentu podejmują problematykę z zakresu uprawnień interesariuszy, przejrzystości i dostępu do informacji oraz zakresu odpowiedzialności organów spółki. Część drugą zbioru stanowią Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD będące w praktyce komentarzem ułatwiającym właściwą interpretację i zastosowanie poszczególnych reguł.

Zasady OECD podkreślają w pierwszej kolejności konieczność zbudowania silnych ram systemowych nadzoru przez osoby odpowiedzialne za kreowanie polityki gospodarczej⁵³. Powinny one uwzględniać interesy wszystkich działających na rynku stron, zapobiegać nadmiernej biurokratyzacji i umożliwiać skuteczne egzekwowanie prawa i tzw. miękkich regulacji.

Uregulowania dotyczące praw właścicielskich skoncentrowane są wokół fundamentalnych kwestii związanych ze zbywaniem lub przenoszeniem tych praw, systematycznym otrzymywaniem informacji o spółce, uczestniczeniem w głosowaniach i udziałem w zyskach. Eksperti OECD wśród tych, wydaje się, podstawowych i niekwestionowalnych praw

50 T. Mendel, A. Ignyś, *Współczesne koncepcje nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002, s. 27.

51 *The OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, 2004.

52 M. Jerzemowska, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD w świetle globalnego kryzysu finansowego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny...*, s. 38.

53 *The OECD...*

akcjonariuszy/udziałowców wymieniają również efektywny ich udział w procesie decyzyjnym, zwłaszcza w wyborach członków rady, możliwość wygłaszania własnych opinii dotyczących polityki wynagrodzeń oraz akceptację struktury systemów wynagradzania, szczególnie jeśli jest oparta na akcjach lub opcjach na akcje (*equity based schemes*). W rozdziale II zasad OECD podkreślony został również obowiązek ujawniania struktur powiązań kapitałowych, które mogłyby doprowadzić do przejęcia przez określonego akcjonariusza lub grupę akcjonariuszy kontroli nad działalnością spółki w zakresie nieproporcjonalnym do posiadanego kapitału. Zasady wzywają także do bezwzględnej transparentności operacji na rynku fuzji i przejęć.

W rozdziale III traktującym w głównej mierze o równouprawnieniu akcjonariuszy, zwraca się szczególną uwagę na akcjonariuszy mniejszościowych i zagranicznych. W świetle przeprowadzonej w dalszej części analizy istotny jest jednak zapis zakazujący wykorzystywania poufnych informacji w obrocie (*insider trading*) oraz nieuczciwych transakcji w warunkach pozarynkowych z wykorzystaniem poufnych informacji (*self-dealing*). Podkreślono również obowiązek ujawniania przez członków rady i menedżerów sytuacji, w których bezpośrednio, pośrednio lub w imieniu osób trzecich czerpią oni korzyści materialne z jakichkolwiek transakcji związanych z działalnością spółki.

Rozdział IV podejmujący problematykę koordynacji działań spółki z szerokim gronem jej interesariuszy po raz kolejny akcentuje konieczność regularnego i terminowego dostępu do istotnych, wiarygodnych i wyczerpujących informacji. Oprócz skutecznego egzekwowania praw interesariuszy związanych ze zwykłą działalnością spółki, zasady OECD podkreślają dodatkowo istotność skutecznego dochodzenia praw w przypadku upadłości podmiotu, co wydaje się szczególnie ważnym punktem w świetle przeprowadzonych w dalszej części książki rozważań.

Rozdział V koncentruje się na sygnalizowanych wcześniej zagadnieniach związanych z przejrzystością i jawnością informacji. Zaproponowano w nim katalog tematów (podkreślając, że nie jest on zamknięty), w odniesieniu do których istotne informacje powinny być terminowo przez spółkę publikowane. Oprócz danych dotyczących wyników, celów i struktury właścicielskiej zaleca się ujawnianie m.in. zasad polityki wynagradzania, operacji (także pozabilansowych) z powiązanymi kontrahentami, istotnych czynników ryzyka, kwalifikacji, sposobu wyboru i spełniania kryteriów niezależności przez członków rady, transakcji z akcjonariuszami lub ich rodzinami oraz wszelkich innych informacji istotnych dla interesariuszy. W adnotacjach do rozdziału podkreślono, że publikowane dane powinny być wystarczająco szczegółowe, aby odbiorca mógł właściwie ocenić, jak kadra zarządzająca wywiązuje się ze swoich

obowiązków. Transparentność i wiarygodność publikowanych informacji powinna być zapewniona m.in. dzięki rygorystycznym standardom rachunkowości oraz poddawaniu sprawozdań ocenie biegłego rewidenta ponoszącego odpowiedzialność przed akcjonariuszami. Istotne jest również, aby ważne informacje ujawniać niezwłocznie, nawet jeśli miałyby się to wiązać z upublicznianiem danych pomiędzy regularnymi terminami raportowania. Ta ostatnia uwaga wymaga szczególnego podkreślenia w kontekście znaczących opóźnień w ujawnianiu informacji w Lehman Brothers opisanych w rozdziale 3.4.

W części poświęconej odpowiedzialności organów spółki, zasady OECD podkreślają obowiązek lojalności, należytej staranności i rygorystycznego przestrzegania norm etycznych. Istotne jest wyraźne sprecyzowanie założenia, że członkowie rady powinni działać w oparciu o pełne i rzetelne informacje. Warto ponadto zauważyć, że już na kilka lat przed kryzysem właśnie w rozdziale VI zasad OECD wskazywano na konieczność takiej konstrukcji systemu wynagrodzeń, która będzie kładła nacisk na długookresowy interes spółki⁵⁴.

Pomimo powszechnej w środowisku biznesowym akceptacji zasad OECD doświadczenia kryzysu *subprime* odsłoniły liczne nieprawidłowości w obszarach regulowanych opisywanym dokumentem. Kwestią dyskusyjną pozostaje pytanie, czy wynikało to z niewystarczającej precyzji przepisów pozostawiającej zbyt szeroką dowolność interpretacyjną czy braku determinacji w ich implementowaniu. Przeprowadzone w dalszej części książki studium upadłości Lehman Brothers wskazuje raczej na problem formalnej kompatybilności (tzw. odhaczania) poszczególnych zasad przy braku dążenia do rzeczywistej poprawy standardów uczciwości i odpowiedzialności za podejmowane działania. Niemniej jednak, wskazać również można takie obszary regulacji, w przypadku których sformułowane zasady wymagają doprecyzowania, aby skuteczniej, jak to ujął Stiglitz „wyeliminować zachęty dla fałszywej rachunkowości, niejasnych zachowań i podejmowania nadmiernego ryzyka”⁵⁵.

1.4.2. Zalecenia Komitetu Bazylejskiego

Po opublikowaniu w 1999 r. Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD, Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego zdecydował się na wystosowanie podobnych wytycznych adresowanych bezpośrednio do instytucji finan-

54 Liczne zalecenia wydane po upadku Lehman Brothers będą również silnie akcentować ten postulat. Szerzej na ten temat: patrz rozdział 5.

55 M. Jerzemowska, *Zasady nadzoru...*, s. 40.

sowych. W ogłoszonym jeszcze w tym samym roku dokumencie powtórzono większość reguł OECD, jednak niektóre z nich zostały uszczegółowione i dostosowane do specyfiki funkcjonowania sektora bankowego. Znowelizowanie standardów przez OECD w 2004 r. wymusiło również weryfikację wytycznych bazylejskich, prowadząc do rozpoczęcia prac nad rewizją wydanego wcześniej dokumentu. Przygotowany szkic poddany został publicznym konsultacjom w lipcu 2005 r., a sześć miesięcy później opublikowano syntetyczny zbiór zasad zatytułowany *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations* uwzględniający zarówno wynik prac grupy roboczej Komitetu, jak i wnioski z przeprowadzonych konsultacji⁵⁶.

Z uwagi na fakt, iż kodeks OECD i standardy bazylejskie w znacznej mierze pokrywają się ze sobą, przeprowadzona w dalszej części analiza odnosić się będzie do wybranych reguł, które zostały doprecyzowane przez Bazylejski Komitet Nadzoru, a brak ich należytej implementacji przyczynił się do powstania zjawisk kryzysowych. Podnoszą one przede wszystkim problematykę roli rady i kadry kierowniczej w zakresie zarządzania ryzykiem oraz sposobów formułowania strategii działalności banku, a następnie ustalania organów odpowiedzialnych za jej realizowanie.

W komentarzu do pierwszej zasady zdrowego funkcjonowania *corporate governance* Komitet wymienia te obowiązki rady, które wydatnie wzmacniają wewnętrzny nadzór w podmiotach sektora finansowego. Należą do nich m.in.⁵⁷:

- rozumienie i prawidłowe wypełnianie funkcji nadzorczej z uwzględnieniem poziomu ryzyka wynikającego z profilu działalności banku;
- zatwierdzanie ogólnej strategii biznesowej banku, w tym również polityki ryzyka i procedur zarządzania ryzykiem;
- wypełnianie obowiązku lojalności i obowiązku staranności w ramach obowiązujących przepisów krajowych i standardów nadzorczych;
- unikanie konfliktu interesów i kontrowersji związanych z działalnością członków rady i ich zobowiązaniami wobec innych organizacji;
- wycofywanie się z podejmowania decyzji w przypadku zaistnienia konfliktu interesów;
- poświęcanie odpowiedniej ilości czasu i energii na wypełnianie obowiązków;

56 *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations*, Working Group on Corporate Governance of the Basel Committee on Banking Supervision, Basel 2006, s. 1.

57 *Ibidem*, s. 6–7.

- odpowiednie kształtowanie struktury rady (w tym również liczby jej członków), aby mogła działać efektywnie i rzeczywiście wpływać na strategię spółki;
- posiadanie specjalistycznej wiedzy, poszerzanej w miarę wzrostu i rozwoju spółki;
- dokonywanie okresowej oceny efektywności praktyk nadzoru korporacyjnego, w tym nominacji i wyboru członków rady oraz zarządzanie konfliktami interesów; wskazywanie słabych stron nadzoru i dokonywanie niezbędnych zmian;
- wybieranie, monitorowanie i, jeśli zaistnieje taka konieczność, wymienianie przedstawicieli głównego kierownictwa, przy zapewnieniu odpowiedniego planu zmian na stanowiskach i upewnieniu się, że kandydaci mają kwalifikacje odpowiednie do prowadzenia spraw banku;
- nadzorowanie wyższego kierownictwa banku poprzez zadawanie menedżerom pytań i domaganie się jasnych odpowiedzi oraz terminowe uzyskiwanie wszelkich informacji niezbędnych do oceny skuteczności zarządzania;
- regularne spotykanie się z kierownictwem wyższego szczebla i osobami przeprowadzającymi wewnętrzny audyt w celu dokonania przeglądu polityki firmy, wskazania kanałów komunikacji i monitorowania postępów w realizacji celów spółki;
- dbanie o bezpieczeństwo i solidność działań podejmowanych przez bank, rozumienie otoczenia regulacyjnego i zapewnianie właściwych relacji banku z organami nadzoru zewnętrznego;
- bycie fachowym głosem doradczym;
- unikanie zaangażowania w sprawy związane z codziennym zarządzaniem spółką;
- wykazywanie należytej dbałości w kwestii zatrudnienia i nadzoru nad zewnętrznymi audytorami (dotyczy porządku prawnego, w którym jest to obowiązkiem rady; w niektórych krajach audytor zewnętrzny wybierany jest bezpośrednio przez akcjonariuszy).

Przytoczona lista obowiązków rady dowodzi jej istotności i odpowiedzialności za dbałość o stabilny rozwój banku. Tymczasem doświadczenia z okresu poprzedzającego wybuch kryzysu potwierdzają, że znakomita większość wymienionych postulatów nie była realizowana w praktyce. Wynikało to po części z niewłaściwego doboru członków rady, których wiedza nie była wystarczająca do prawidłowej oceny działań podejmowanych przez kierownictwo. Jednak podkreślić również trzeba duże uchybienia w polityce komunikowania się na poszczególnych szczeblach zarządzania i nadzoru, prowadzące do braku pełnej i rzetelnej informacji na temat dokonywanych przez bank przedsięwzięć.

Komentarz do drugiej zasady nakazuje radzie zapewnienie wdrażania przez kadrę zarządzającą strategicznych zasad i procedur mających na celu propagowanie profesjonalnych zachowań i uczciwości. Implementacja tej reguły wydaje się być trudna w sytuacji, kiedy w radzie zasiadają w większości dyrektorzy niewykonawczy, nieuczestniczący w bieżącym zarządzaniu bankiem, a zatem mający dostęp do ograniczonego zakresu informacji. Trzeba zauważyć, że nieuczciwe lub nieprofesjonalne zachowania sprzeczne z przyjętymi standardami nie są zwykle ujawniane, a ich wykrycie wymaga najczęściej głębokiej znajomości mechanizmów funkcjonowania banku i dużego zaangażowania w wykonywane czynności nadzorcze. Można więc przyjąć, że stosowanie się do tych wytycznych implikuje niejako podkreślony wcześniej wymóg odpowiedniego doboru składu osobowego rady dyrektorów.

Istotny komentarz został umieszczony przez Komitet przy czwartej zasadzie traktującej o kompatybilności polityki nadzoru z działaniami kontrolowanymi przez kierownictwo. Otóż w adnotacji tej podkreślono, że należy unikać sytuacji, w których menedżerowie nie chcą lub nie mogą skutecznie nadzorować pracy wyróżniających się pracowników, tzw. *star employees* w obawie, że kwestionując ich działania doprowadzą do utraty zysków lub pracownika. Mianem *star employees* określa się zwykle osoby, które generują ponadnormalne zyski, nie do przyjęcia z punktu widzenia zgodności ze strategią spółki (zakładającą na przykład obniżenie poziomu ryzyka lub marży). Komitet nakazuje położonym bezwzględnie konieczność reagowania na tego rodzaju sytuacje destabilizujące równowagę funkcjonowania banku, pomimo tymczasowego zwiększania dochodowości. Sposobem na skuteczną realizację powyższej zasady może być ustalanie określonych limitów wskaźników ryzyka lub wartości transakcji. Jednakże analiza praktyki gospodarczej znów wskazuje na ewidentne przekraczanie nakładanych ograniczeń ukonstytuowane dodatkowo decyzjami kadry zarządzającej.

Komitet Bazylejski bardziej precyzyjnie niż OECD sformułował zalecenia dotyczące systemów płacowych kierownictwa banku. Zaznaczył na przykład, że tam, gdzie rada i kadra zarządzająca ma przyznawane dodatki motywacyjne uzależnione od wyników, konstrukcja systemu płac musi uwzględniać kształtowanie długookresowej wartości spółki w celu uniknięcia zachęt do podejmowania nadmiernego ryzyka. Komitet podkreślił dodatkowo, że polityka wynagrodzeń powinna dokładnie określać warunki, na podstawie których osoby otrzymujące w ramach wynagrodzenia instrumenty udziałowe mogą nimi obracać na rynku. Ponadto, zwrócono uwagę na istotność ustaleń dotyczących zasad przyznawania i wyceny opcji na akcje, stanowiących w wielu bankach relatywnie wysoką część wynagrodzenia dyrektorów i kierownictwa. Można uznać, że

wdrożone w większości instytucji finansowych polityki wynagradzania jedynie pozornie spełniały powyższe postulaty. Jednocześnie wydaje się, że tylko właściwa implementacja tych zaleceń gwarantuje stworzenie skutecznie motywujących systemów wynagrodzeń, które pozwolą unikać presji zarządzających na krótkookresowe, obciążone dużym poziomem ryzyka, wyniki banku.

Analiza wybranych zagadnień dotyczących wytycznych Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego utwierdza w przekonaniu o poprawności i wystarczającym zakresie regulacji w dziedzinie nadzoru korporacyjnego. Kluczową rolę w kształtowaniu stabilnej pozycji banku Komitet przypisuje radzie, czyniąc ją odpowiedzialną za wdrożenie polityki zapewniającej właściwe działanie mechanizmów *corporate governance*. Sprawny nadzór korporacyjny natomiast ma, jak wynika z postulowanych uregulowań, zagwarantować podejmowanie działań zgodnych ze strategią i przyjętymi normami ostrożnościowymi.

Ostatecznie należy zauważyć, że w okresie poprzedzającym kryzys, szczególnie po wielkich skandalach korporacyjnych, rynek amerykański doświadczył erupcji reform w sferze *corporate governance*, które miały na celu eliminację zidentyfikowanych źródeł patologii w systemach nadzoru. Owe reformatorskie działania przejawiały się zarówno w ramach twardego prawa, jak i nowych zbiorów dobrych praktyk lub weryfikację i aktualizację już istniejących⁵⁸. Można jednak przypuszczać, że znaczącą słabością kodeksów nieposiadających mocy prawnej jest duża dowolność zarówno w zakresie ich interpretowania, jak i stopnia implementacji. Mechanizmem motywującym do ich stosowania jest rynek, w obrębie którego występuje jednak znaczna asymetria informacji. Dlatego brak wdrożenia przedmiotowych postulatów może przez długi okres pozostać nieujawniony, prowadząc do narastania niekorzystnych zjawisk, a w konsekwencji nawet do upadku przedsiębiorstwa.

58 I. Koładkiewicz, *Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął*, „Master of Business Administration” 2010, no. 3/104, s. 88.

Rozdział 2

Modelowe założenia *corporate governance* a rzeczywistość ich implementacja w Lehman Brothers Holding

2.1. Wybór członków rady dyrektorów

W sprawozdaniu z działalności banku za rok 2006 Richard S. Fuld Jr., przewodniczący rady dyrektorów i CEO Lehman Brothers, zapewniał klientów i akcjonariuszy o podstawowych zasadach, którymi w swojej działalności kierować się mieli dyrektorzy, menedżerowie i pracownicy banku. Wśród nadrzędnych reguł wymieniono m.in.:

- skoncentrowanie na potrzebach klientów,
- podejmowanie właściwych działań,
- dążenie do doskonałości,
- promowanie pracy zespołowej,
- budowanie struktury korporacji w oparciu o kompetencje jej uczestników,
- wzajemny szacunek,
- inteligentne zarządzanie ryzykiem,
- przestrzeganie i wzmacnianie zasad kultury,
- odpowiedzialność społeczną,
- działanie w interesie właścicieli,
- budowanie i ochronę marki,
- maksymalizowanie wartości dla akcjonariuszy.

W raporcie podkreślono również znaczące zmiany w kierunku doskonalenia standardów nadzorczych, wymieniając w pierwszej kolejności modyfikacje w formule wyborów członków rady. Otóż w grudniu 2006 r. zasadę *plurality voting* zastąpiono standardem *majority voting*. W pierwszym z wymienionych systemów zakłada się, że akcjonariusze mogą głosować jedynie „za” określoną nominacją lub wstrzymać się od głosu. Tym sposobem, jeśli co najmniej jeden akcjonariusz odda głos na kandydata, ten zostaje wybrany nawet w przypadku braku poparcia reszty akcjo-

riatu. Taka formuła głosowania została wprowadzona w latach 80. w celu usprawnienia wyborów do rady. Wcześniej często dochodziło do sytuacji, w których, jeśli o określoną posadę ubiegał się więcej niż jeden kandydat i żaden z kandydujących nie uzyskał wymaganej statutem większości głosów, stanowisko pozostawało nieobsadzone. Skandale korporacyjne, które doprowadziły do uchwalenia Sarbanes-Oxleys, powodowały, że akcjonariusze zaczęli domagać się większej odpowiedzialności od dyrektorów zasiadających w radzie. Konieczne zatem stały się również modyfikacje w zakresie sposobu głosowania na jej członków, którzy, przynajmniej w założeniu, stać się mieli znacznie bardziej aktywnymi ogniwami w nadzorze korporacyjnym. Dlatego też zaczęto większą uwagę przywiązywać do standardów wyborczych. Ponadto zauważono, że o określone stanowisko w radzie niezwykle rzadko ubiega się więcej niż jeden kandydat¹. Wychodząc naprzeciw tej problematyce, w 2003 r. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) zaproponowała nowe zasady głosowania, na mocy których akcjonariusze mieli wskazywać pewną ograniczoną liczbę kandydatów na dyrektorów spółki. Inicjatywa ta, choć mocno popierana przez akcjonariuszy instytucjonalnych, upadła z powodu silnego sprzeciwu emitentów, którzy domagali się weryfikacji zgłaszanych kandydatur przez odpowiedni komitet rady. Spór doprowadził ostatecznie do powstania koncepcji *majority voting*, która polega na konieczności uzyskania przez kandydata określonej większości głosów. W ten sposób również wstrzymanie się od głosu nabrało znaczenia dla wyniku wyborów.

Jednak i tak przyjęta formuła została zmodyfikowana, zmniejszając rzeczywisty zakres oddziaływania akcjonariuszy na skład rady. Jak wskazują badania Rady Inwestorów Instytucjonalnych (Council of Institutional Investors), spółki, które przyjęły zasadę głosowania większościowego (*majority voting*), wprowadzają niekiedy politykę w praktyce przyznającą radzie ostateczną decyzję dotyczącą ewentualnego odwołania sprawującego swoją funkcję dyrektora. Jeśli w kolejnych wyborach nie zdobędzie on wymaganego poparcia większości, musi przedłożyć radzie swoją rezygnację ze stanowiska, a ta następnie decyduje o jej przyjęciu lub odrzuceniu. Tym sposobem dyrektorzy przegrywający wybory, lecz posiadający poparcie rady, nie tracą swoich posad². Na uwagę zasługuje fakt, że taką zmodyfikowaną formułę przyjęto w Lehman Brothers³, o czym nie in-

1 Standard&Poor's, *Credit FAQ: Majority vs. Plurality Voting at U.S. Corporations*, 11.08.2006, s. 1–2.

2 <http://www.cii.org/MajorityVotingForDirectors> (dostęp 14.12.2012).

3 United States Securities and Exchange Commission, Washington, DC 20549, Form 8-K, *Current report pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934*, Lehman Brothers Holdings Inc., December 21, 2006.

formuje już omawiany raport roczny. Co więcej – w Lehman Brothers formułę *majority voting* stosowano tylko do tzw. bezspornych wyborów (*uncontested election*). W przypadku zaskarżenia procesu wyborczego (*contested election*), a zatem kiedy z jakichś przyczyn wynik wyborów był podważany, powracano do zasady *plurality voting*, w której nawet jeden głos oddany „za” może przesądzać o wyborze kandydata.

2.2. Problematyka kreowania wartości dla akcjonariuszy

Warto także zwrócić uwagę na deklarowane w sprawozdaniu za rok 2007 zaangażowanie banku w tworzenie tzw. wartości dodanej dla akcjonariuszy⁴ (*Shareholder Value Added*, SVA). Stanowi ona miarę obrazującą korzyści ekonomiczne inwestorów i opiera się na założeniu, że zwrot z zainwestowanego kapitału powinien przewyższać jego koszt⁵. Podejście wykorzystujące metodologię SVA zakłada, że ryzyko związane z posiadaniem akcji oraz emitowanych przez spółkę instrumentów dłużnych musi być kompensowane potencjalnymi korzyściami możliwymi do osiągnięcia przez kapitałodawców. Słusznie jednak zauważa się, że wykorzystując filozofię generowania wartości dla akcjonariuszy, banki usprawiedliwiały często swoistą obsesję efektywności finansowej oraz dogmat wyższych zysków i zwrotów z kapitału, prowadzące do deprawowania kierownictwa i erozji wartości moralnych w życiu gospodarczym⁶.

Lehman Brothers zapewniał o tworzeniu wartości dla akcjonariuszy poprzez skoncentrowanie się na czterech filarach przyjętej strategii: zdysyfkowanym rozwoju, ukierunkowaniu działań na zaspokajanie potrzeb klientów, zarządzaniu ryzykiem, kapitałem i kosztami oraz ochronie i wzmocnieniu kultury organizacyjnej. Należałoby w tym miejscu rozważyć dwie kwestie: po pierwsze – czy wymienione czynniki stanowią najbardziej efektywne mechanizmy prowadzące do wzrostu SVA, po drugie – czy w Lehman Brothers rzeczywiście skutecznie realizowano deklarowane działania nazywane filarami założonej przez bank strategii.

Kreowanie wartości dla akcjonariuszy może być osiągnięte na wielu płaszczyznach funkcjonowania spółki. Na schemacie 1 wskazano najważ-

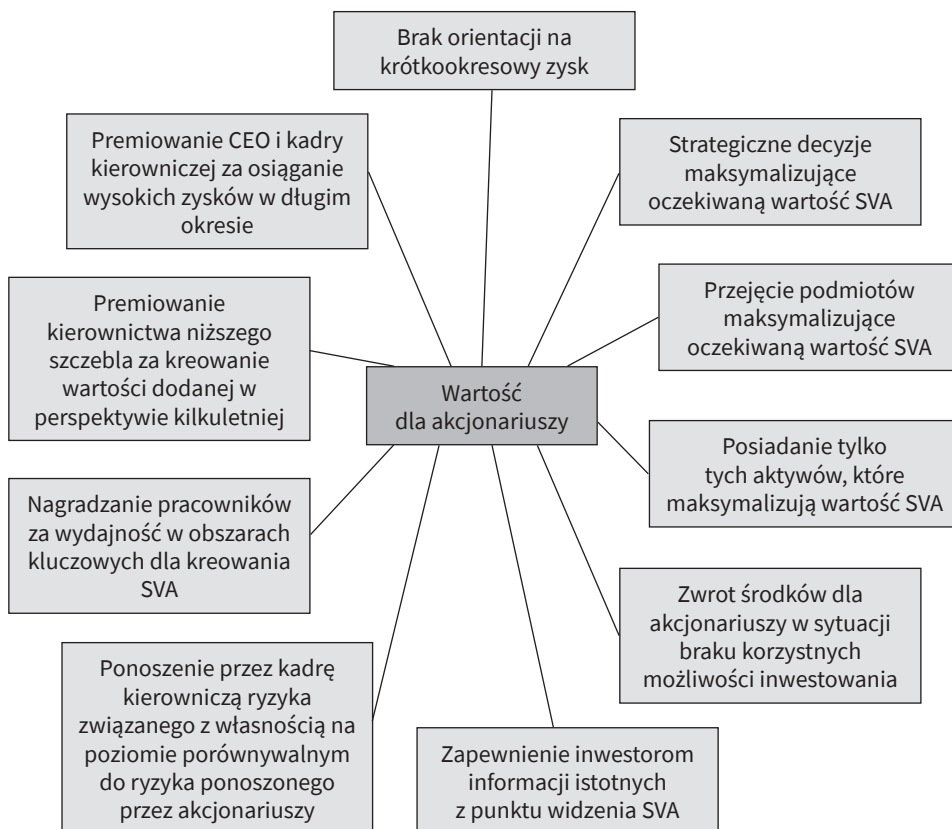
4 Lehman Brothers, 2007 Annual Report, s. 1.

5 E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009.

6 M. Marcinkowska, *Nowy ład w bankowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 48.

niejsze obszary, w ramach których wypracować można wzrost SVA. Należą do nich decyzje w zakresie strategii i przeprowadzanych transakcji, relacji inwestorskich oraz systemu wynagrodzeń.

Schemat 1. Sposoby kreowania wartości dla akcjonariuszy



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Rappaport, *Ten ways to create shareholder value*, „Harvard Business Review”, September 2006, s. 3–10.

Porównując wytyczne zawarte na schemacie 1 z przedstawionymi w sprawozdaniu rocznym deklaracjami, uznać można, że działania Lehman Brothers nie wykorzystywały wielu możliwości generowania wartości dla dostarczcycieli kapitału. Należałoby przy tym zauważyć, że wybrane przez bank podstawowe elementy strategii nie koncentrowały się w ogóle na długookresowych celach spółki oraz relacjach inwestorskich, co wydaje się potwierdzać przytoczoną wcześniej opinię o wykorzystywaniu tego podejścia do uzasadniania krótkookresowych, nadmiernie ryzykownych i często mało przejrzystych działań kierownictwa.

Trzeba dodatkowo poddać pod rozwałę stopień rzeczywistej realizacji wymienianych przez Lehman Brothers standardów zwiększających wartość dla inwestorów. Faktem niezaprzeczalnym wydaje się być dywersyfikacja działalności banku zarówno w wymiarze przedmiotowym, jak i terytorialnym. Jednak pozostałe kwestie, takie jak efektywne zaspokajanie potrzeb klientów czy też kluczowe dla wzrostu wartości spółki skuteczne zarządzanie ryzykiem, kapitałem i kosztami, można uznać jedynie za deklaratywne zapewnienia, a brak ich faktycznej implementacji – za jedną z przyczyn kłopotów banku w 2008 r.

2.3. Skład i zakres kompetencji rady dyrektorów

We wspomnianym wcześniej sprawozdaniu z działalności spółki władze Lehman Brothers podkreślają, że rada dyrektorów, w której zasiadało dziesięć osób, składała się (z wyjątkiem Richarda Fulda) wyłącznie z członków niezależnych⁷. Utworzyli oni cztery komitety (Komitet ds. Audytu, Nominacji i *Corporate Governance*, Finansów i Ryzyka oraz Komitet ds. Wynagrodzeń), a jednym z członków Komitetu ds. Audytu był, zgodnie z wymogami SEC, ekspert finansowy.

Warto dokładnie przeanalizować skład rady dyrektorów w Lehman Brothers i zastanowić się nad możliwością dokonywania przez nią rzetelnej, eksperckiej i profesjonalnej oceny oraz kontroli działań podejmowanych spółką. W tabeli 3 zamieszczono zestawienie składu osobowego rady dyrektorów, funkcji pełnionych przez jej członków, ich wieku i doświadczenia zawodowego⁸.

Analizując skład osobowy rady dyrektorów, warto przypomnieć, że to właśnie temu organowi Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego powierza wszystkie czynności związane z tworzeniem starannych kryteriów udzielania kredytów i inwestowania, a także zatwierdzania, wprowadzania i okresowego przeglądu wszelkich wewnętrznych polityk, praktyk i procedur⁹. Wytyczne Komitetu podkreślają przy tym konieczność właściwej oceny podejmowanych działań pod względem ekspozycji banku

7 United States Securities and Exchange Commission, Washington, DC 20549, Form 8-K, *Current...*

8 E. Klepczarek, *The importance of the board of directors. The lessons from Lehman's failure*, „Ekonomia i Prawo. Economics and Law” 2016, vol. 15, no. 3 (w druku).

9 Basel Committee on Banking Supervision, *Core Principles Methodology*, October, Basel 1999, s. 23.

na różne rodzaje ryzyka. Dyrektorzy i kadra zarządzająca są również odpowiedzialni za całokształt praktyk nadzoru korporacyjnego, w szczególności zaś za wprowadzenie odpowiedniej polityki wynagrodzeń i silnych mechanizmów wewnętrznej kontroli pozwalających minimalizować ryzyko działalności banku¹⁰.

Tabela 3. Skład rady dyrektorów w spółce Lehman Brothers

Funkcja	Nazwisko	Wiek*	Kompetencje
Przewodniczący rady, CEO	Richard S. Fuld Jr	62	Pilot Air Force, od 1969 r. pracownik Lehman Brothers
Członek Komitetu Audytu	Michael L. Ainslie	64	Prywatny inwestor i były CEO Sotheby's Holdings, członek rad dyrektorów licznych spółek w USA
Przewodniczący Komitetu ds. Wynagrodzeń, członek Komitetu ds. Finansów i Ryzyka	John F. Akers	74	Biznesmen, emerytowany CEO w spółce IBM, członek rad dyrektorów Pepsi, Hallmark i in.
Członek Komitetu ds. Finansów i Ryzyka oraz Komitetu Audytu	Roger S. Berlind	78	Producent teatralny
Przewodniczący Komitetu Audytu, członek Komitetu ds. Nominacji i Corporate Governance	Thomas H. Cruikshank	77	Emerytowany CEO w spółce Halliburton (spółka obsługująca pola naftowe)
Przewodnicząca Komitetu ds. Nominacji i Corporate Governance, członek Komitetu ds. Wynagrodzeń i Komitetu ds. Finansów i Ryzyka	Marsha Johnson Evans	61	Emerytowana kontradmirał US Navy, CEO amerykańskiego Czerwonego Krzyża
Członek Komitetu Audytu i Komitetu ds. Wynagrodzeń	Sir Christopher Gent	60	Brytyjski biznesmen, były CEO w Vodafone, dyrektor niewykonawczy w Glaxo-SmithKline plc
Członek Komitetu ds. Finansów i ryzyka	Roland A. Hernandez	50	Emerytowany CEO w Telemundo Group, członek rad nadzorczych MGM Mirage (kasyna), Wal-Mart i in.
Przewodniczący Komitetu ds. Ryzyka	Dr. Henry Kaufman	81	Od 1998 r. prezes założonej przez siebie spółki Henry Kaufman & Company, Inc., specjalizującej się w doradztwie finansowym, wcześniej dyrektor w Salomon Brothers i ekonomista FED

10 E. Klepczarek, *The importance...*

Funkcja	Nazwisko	Wiek*	Kompetencje
Członek Komitetu ds. Wynagrodzeń i Komitetu ds. Nominacji i Corporate Governance	John D. Macomber	80	Kierownik JDM Investment Group, były prezes Export-Import Bank of the United States i CEO Celanese Corporation
Członek Komitetu ds. Wynagrodzeń**	Dinna Merrill	83	Aktorka
Członek rady dyrektorów***	Jerry Grundhofer	63	Były CEO i przewodniczący rady w U.S. Bancorp

* Wiek podano dla roku 2008.

** Zajmowała stanowisko w radzie do 2006 r.

*** Powołany na dyrektora w Lehman Brothers w kwietniu 2008 r.

Źródło: E. Klepczarek, *The importance of the board of directors. The lessons from Lehman's failure*, „Ekonomia i Prawo. Economics and Law” 2016, vol. 15, no. 3 (w druku).

Przytoczona w podrozdz. 1.4.2 szczegółowa lista postulowanych działań dyrektorów dowodzi ich istotnej roli zarówno w dbaniu o przestrzeganie dobrych praktyk nadzoru, jak i w kontrolowaniu wszelkich innych obszarów istotnych dla efektywnego działania banku. Kategorycznie również nakazuje unikania wszelkich transakcji, które mogłyby wywoływać konflikt interesów.

Warto odnieść te postulaty do realiów funkcjonowania rady w Lehman Brothers. Składała się ona z dziesięciu osób, z których dziewięć było na emeryturze, cztery miały więcej niż 75 lat i zaledwie dwie posiadały doświadczenie w branży finansowej¹¹. Każdy z dyrektorów banku zasiadał przeciętnie w trzech radach innych spółek, a niektórzy aktywnie prowadzili własną działalność gospodarczą.

Biorąc powyższe pod uwagę, należałoby zakwestionować spełnienie w tym przypadku wymagań Komitetu Bazylejskiego. Osoby zaangażowane w działalność wielu podmiotów w bardzo zróżnicowanych branżach z pewnością nie mogły poświęcić wystarczająco dużo czasu i energii zarówno na monitorowanie działań spółki, jak i na poszerzanie swojej wiedzy w zakresie transakcji podejmowanych przez współczesne banki inwestycyjne. Członkowie rady dyrektorów Lehman Brothers nie dysponowali prawdopodobnie odpowiednią wiedzą z dziedziny sekurytyzacji i skomplikowanych instrumentów pochodnych, takich jak *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS), *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS), *Asset-Backed Securities* (ABS) czy

11 M.T. Williams, *Uncontrolled risk. The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, Mc Graw Hill, 2010, s. 189.

Credit Default Swaps (CDS), znajdujących się w portfolio banku, dlatego też nie mieli możliwości rzetelnej oceny ryzyka podejmowanego przez podmiot, który nadzorowali. Można zatem stwierdzić, że to nie modelowa koncepcja funkcjonowania nadzoru korporacyjnego była niewłaściwa – w tym przypadku zawiodły raczej mechanizmy jej wdrażania przy doboru składu personalnego gremium, które nie miało możliwości należycie wypełnić nałożonego nań standardu powierniczego.

Badający sprawę upadku Lehman Brothers inspektor A.R. Valukas w raporcie z przeprowadzonego przez siebie dochodzenia zaznaczył, że nie znalazł wystarczających dowodów na naruszenie obowiązku powierniczego przez któregośkolwiek z dyrektorów spółki, co niejako potwierdza fakt, że, „prawidłowo” wypełniając obowiązki, przy posiadanym zakresie wiedzy i kompetencji nie byli oni w stanie skutecznie chronić interesów wszystkich interesariuszy banku¹². W protokole A.R. Valukas podkreślił, że członkowie rady na każdym posiedzeniu otrzymywali raporty dotyczące poziomu i rodzajów ryzyka związanych z działaniami podejmowanymi przez bank. Raporty te już od 2006 r. sygnalizowały zwiększanie skali ryzyka, jednak wskazywały jednocześnie, że tendencja ta jest elementem strategii wzrostu spółki. W roku 2007 w sprawozdaniach dla rady, oprócz rosnących wskaźników ryzyka, podkreślano również zwiększenie zaangażowania w transakcje na rynku kredytowym, szczególnie w sektorze *subprime*. Menedżerowie zapewniali przy tym, że podejmują odpowiednie działania ostrożnościowe, a rozwijający się kryzys wykorzystują do realizowania antycyklicznej strategii rozwojowej. Raporty kierownictwa nie zawierały, zdaniem A.R. Valukasa, wyraźnych sygnałów ostrzegawczych, które zobowiązywałyby dyrektorów do indagowania menedżerów o bardziej szczegółowe informacje.

Analiza Agendy rozesłanej do dyrektorów Lehman Brothers przed spotkaniem rady 15 kwietnia 2008 r. potwierdza wnioski inspektora A.R. Valukasa¹³. Dokument ten zawiera szczegółowe dane dotyczące poszczególnych wskaźników ryzyka, m.in. wartości zagrożonej ryzykiem (*Value at Risk* – VaR), akceptowanego poziomu ryzyka (*risk appetite*) czy analiz scenariuszowych (*scenario analyses*). Przedstawione wartości wskazują na istotny wzrost stopnia niepewności we wszystkich obszarach działalności banku, co wyjaśnione jest w głównej mierze dużą wolatylnością rynków w tamtym okresie. Analizy scenariuszowe natomiast przewidują maksymalną stratę na poziomie 3 mld USD, przy wystąpieniu najgorszego zakładanego scenariusza.

Jednak z dużym prawdopodobieństwem można przypuszczać, że biegły finansista dostrzegłby, że instrumenty znajdujące się portfolio

12 *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, s. 47–52.

13 Agenda Lehman Brothers Holdings Inc, Board of Directors Meeting, April 15, 2008.

Lehman Brothers zamiast stabilizować pozycję spółki w czasach dużej zmienności rynku potęgują jej ekspozycję na ryzyko, a zakładane scenariusze obejmują jedynie wycinek działalności banku, tzw. *trading positions*. Podkreślenie tych kwestii zmieniloby wydźwięk tego dokumentu i być może zweryfikowało wnioski w nim zawarte, które w przedstawionej formie wskazują na wystarczające wyposażenie w kapitał oraz właściwe zarządzanie ryzykiem banku.

Ostatecznie w orzeczeniu sądu po upadku Lehman Brothers uznano, że zgodnie z prawem stanu Daleware¹⁴, któremu podlegała znaczna część spółek holdingu Lehman Brothers¹⁵, dyrektorzy banku, opierając się na sprawozdaniach menedżerów, wystarczająco wypełnili obowiązek monitorowania ryzyka. Jeśli więc przyjmie się taki osąd sprawy i założy, że zakres przekazywanych danych był wystarczający, niewątpliwym staje się fakt niewłaściwej oceny informacji otrzymywanych przez radę. Opisany powyżej sposób prezentowania informacji dla dyrektorów można uznać za merytorycznie poprawny, należałoby jednak przyjąć, że przedstawia on pełny obraz sytuacji jedynie dla osoby zorientowanej w funkcjonowaniu rynków finansowych. A zatem, choć w takim przypadku prawo stanowe nie pozwala na postawienie dyrektorom zarzutu niedopełnienia obowiązku dbałości i zwalnia z odpowiedzialności karnej, należałoby jednak postawić pytanie o dostateczny zakres kompetencji członków rady nadzorujących działalność jednego z największych banków inwestycyjnych w USA.

Jest kwestią oczywistą, że nie można wymagać od wszystkich dyrektorów szczegółowej znajomości struktury lub sposobu konstruowania skomplikowanych instrumentów pochodnych¹⁶. Sprawowanie nadzoru nie wiąże się z wyczerpującą wiedzą techniczną w danej dziedzinie biznesu. Dyrektor banku inwestycyjnego nie ma obowiązku wiedzieć, jak skonstruowany jest określony składnik aktywów, powinien jednak mieć pełną świadomość tego, jakie niesie ze sobą ryzyko i jak zmienne warunki otoczenia mogą to ryzyko potęgować. Dyrektorzy Lehman Brothers wiązali transakcje derywatami jedynie z dwucyfrowym przyrostem zysku

14 Prawo Daleware stanowi, że decyzje dyrektorów i menedżerów są zasadniczo zwolnione z osobistej odpowiedzialności na mocy tzw. zasady oceny biznesowej opisanej w punkcie 1.1. Nawet jednak w sytuacji, gdy zasada ta nie jest stosowana, nie zakłada się ich odpowiedzialności, jeśli nie dopuścili się rażącego zaniedbania. Na potrzeby oceny biznesowej rażące zaniedbanie definiuje się „jako lekkomyślne zaniechanie lub umyślne lekceważenie akcjonariuszy albo działania pozostające poza granicami rozsądku” (na podstawie: *Report of Anton R. Valukas*, s. 47–52)

15 Lehman Brothers Holding Inc., Lehman Brothers Inc., Lehman Brothers Bancorp Inc., Lehman Brothers Commercial Corporation i siedem innych spółek-córek holdingu zarejestrowanych było w stanie Daleware.

16 E. Klepczarek, *The importance...*

spółki, nie zdając sobie sprawy, że znaczące zaangażowanie w obrót instrumentami pochodnymi połączone z wysokim poziomem lewarowania i niedostatecznym wyposażeniem w kapitał obarczone jest ponadprzeciętnym ryzykiem straty, a w skrajnym przypadku – bankructwa¹⁷.

2.4. Problem niezależności członków rady

Odwołując się ponownie do treści sprawozdania rocznego spółki Lehman Brothers i zawartych w nim założeń funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w tym podmiocie, warto uważnie przeanalizować kwestię niezależności dyrektorów, o której zapewnia przedmiotowy dokument¹⁸. W odniesieniu do cytowanych w rozdziale 1 przepisów NYSC, które definiują osobę niezależną od spółki, trzeba wspomnieć, że deklarowaną przez Lehman Brothers niezależność dyrektorów uznać można za dyskusyjną. Wystarczy wziąć pod uwagę fakt, że choć od 2002 r. zakazano członkom rady korzystania z wewnętrznych możliwości inwestycyjnych, to przepływy związane z wcześniej zawartymi transakcjami na konta zasiadających w radzie osób nadal miały miejsce. Raport *The Corporate Library*, niezależnej agencji ratingowej oceniającej standardy nadzoru korporacyjnego, wskazuje na znaczące wypłaty dla urzędujących członków rady dyrektorów, niewynikające z przyznanych im wynagrodzeń¹⁹. Wpływy te były rezultatem działalności inwestycyjnych spółek komandytowych powstałych przed 2002 r. jako przedsiębiorstwa pracownicze obracające papierami wartościowymi (*employees' securities companies*). Dawały one możliwość inwestowania w pełen wachlarz instrumentów znajdujących się w portfolio banku, takich jak np. kredyty kupieckie, nieruchomości, fundusze *venture capital* i inne aktywa oferowane inwestorom zewnętrznym. Trzeba jednak zauważyć, że warunki transakcji dla dyrektorów, pracowników czy doradców banku były korzystniejsze niż

17 Takie podejście wywnioskować można na przykład z dokumentu: Lehman Brothers Holding Inc., *Registration Document*, 28 August 2007, s. 33, http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Lehman/Lehman_Holding/Registrierungsformulare/dl_Formular28082007.pdf?__blob=publicationFile&v=6 (dostęp 11.06.2016), w którym kilkakrotnie akcentowany jest dwucyfrowy wzrost przychodów bez wyraźnego podkreślenia istotnego wzrostu ryzyka związanego z obrotem derywatami.

18 E. Klepczarek, *The importance...*

19 Committee on Oversight and Government Reform, *Hearing on the Bankruptcy of Lehman Brothers*, The Corporate Library, October 6, 2008, s. 4.

obowiązujące wobec podmiotów spoza banku²⁰. W zakładanych w ten sposób spółkach komandytowych komplementariuszem był bank Lehman Brothers lub jego spółki-córki.

Warto w tym miejscu nadmienić, że w spółkach komandytowych w USA odpowiedzialność komplementariusza jest nieograniczona, natomiast komandytariusz odpowiada za zobowiązania spółki jedynie do wysokości wkładu. Ponadto, komandytariusz nie angażuje się w zarządzanie podmiotem, zawiązuje jedynie spółkę, a następnie wycofuje wkład. W przypadku analizowanych spółek inwestycyjnych komplementariusz (bank) wносił wkład w wysokości sumy wkładów pozostałych wspólników, a następnie po odliczeniu transferów wynikających z określonej stałej stopy zwrotu (około 5,8% w roku 2007), wkłady komandytariuszy były odpowiednio zwracane, a zysk wypłacano w relacji 10% (dla Lehman Brothers) i 90% (dla komandytariuszy). Tym sposobem bank zapewniał pozostałym wspólnikom swoistą dźwignię finansową, zwiększając wydatnie możliwości inwestycyjne i opłacalność zawieranych transakcji²¹.

W tabeli 4 zostały zaprezentowane dochody dyrektorów i menedżerów spółki Lehman Brothers wynikające z zaangażowania w tego rodzaju podmioty inwestycyjne, a także kwotę kapitału niezwróconego poszczególnym komandytariuszom, którą potraktować należy jako zobowiązanie spółki wobec wymienionego wspólnika.

Raport *The Corporate Library* podkreśla, że na wykazane poniżej dochody dyrektorów Lehman Brothers osiągnęte z działalności powiązanych z Lehman Brothers spółek nie składały się przepływy wynikające ze zwrotu wkładów kapitałowych poszczególnych komandytariuszy, które dodatkowo wynosiły odpowiednio 96 340 USD dla Rogera Berlinda, 8520 USD dla Scotta Freidheima (CAO), 397 250 USD dla Richarda Fulda, 389 400 USD dla Josepha Gregory'ego, 75 000 USD dla Henry'ego Kaufmana, 86 143 USD dla Iana Lowitta (CAO), 125 674 USD dla Christophera O'Meara (CFO), 409 737 USD dla Thomasa Russo (wiceprzewodniczącego i CLO), 78 140 USD dla dorosłych dzieci Johna Akersa i 136 580 USD dla dorosłych dzieci Johna Macombera. Kwoty wymienionych przepływów i zobowiązań (niezwróconego kapitału) wobec dyrektorów obrazują skalę ich zaangażowania kapitałowego w działalność podmiotów powiązanych ściśle z zatrudniającą ich spółką, natomiast wysokość zysku odzwierciedla korzyści wynikające z tego zaangażowania, które z pewnością można uznać za czynnik kwestionujący w znacznej mierze niezależność członków rady²².

20 Należy je zatem uznać za naruszające opisany w rozdziale 1.4.1 zakaz tzw. *self-dealing transactions*.

21 Lehman Brothers Holding Inc., *Registration Document*, 28 August 2008, s. 59.

22 E. Klepczarek, *The importance...*

Tabela 4. Zaangażowanie dyrektorów i menedżerów Lehman Brothers w działalność spółek komandytowych inwestujących w instrumenty znajdujące się w portfolio banku (w USD, stan na dzień 30 listopada 2007 r.)

Komandytariusz	Zysk wypłacony w roku podatkowym 2007	Niezwrócony kapitał
Michael L. Ainslie	*	**
Roger S. Berlind	72 670	298 609
Erin M. Callan	*	**
Thomas H. Cruikshank	*	**
Scott J. Freidheim	64 598	499 436
Richard S. Fuld, Jr.	463 460	4 521 124
Joseph M. Gregory	419 020	4 806 682
Henry Kaufman	68 250	**
Ian T. Lowitt	89 007	1 071 042
Christopher M. O'Meara	107 342	2 397 320
Thomas A. Russo	558 447	6 684 320
Dorośle dzieci Johna F. Akers	42 280	**
Dorośle dzieci Johna D. Macomber	107 390	439 489

* Kwota, wraz ze zwrotem wkładów nie przekroczyła 120 000 USD.

** Kwota nie przekroczyła 120 000 USD.

Źródło: E. Klepczarek, *The importance...*

Warto powtórzyć, że praktyka zasiadania w spółkach pracowniczych została w 2002 r. zakazana, co niejako potwierdza jej negatywny wpływ na mechanizmy funkcjonowania nadzoru korporacyjnego. Niemniej jednak w banku Lehman Brothers tylko troje członków rady nadzorczej (Marsha Evans, Christopher Gent i Roland Hernandez) nie było zaangażowanych w tego rodzaju inwestycje. I chociaż były one prawnie dozwolone, gdyż wynikały z umów podpisanych przed wprowadzeniem zakazu, to znacząco obniżały standardy niezależności sądów i decyzji zasiadających w radzie dyrektorów oraz naruszały zalecany przez OECD zakaz operacji typu *insider trading* i *self-dealing transactions*. W tej sytuacji zaczerpnięte wprost ze sprawozdania spółki za rok 2007 stwierdzenie: „Rada Dyrektorów ustaliła, że [...] pan Ainslie, pan Akers, pan Berlind, pan Cruikshank, pani Evans, Sir Christopher Gent, pan Grundhofer, pan Hernandez, dr Kaufmani, pan Macomber są niezależni i nie łączą ich z firmą żadne materialne stosunki”²³ wydaje się być niezgodne z rzeczywistością.

23 United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement Pursuant to Section 14(A) of the Securities Exchange Act of 1934, Lehman Brothers Holding Inc, March 2008.

Jest jeszcze kilka innych elementów, które nie pozwalają kategorycznie stwierdzić, że rada dyrektorów była w Lehman Brothers w pełni niezależna. Kwestie te są mniej istotne niż opisane powyżej transakcje inwestycyjne, niemniej jednak warto zwrócić na nie uwagę. Otóż na przykład w roku 2007 syn Rolanda Hernandeza był zatrudniony przez bank na stanowisku analityka, miał również pełnić tę rolę w okresie letnim w roku 2008. Ponadto, każdy z kandydatów na dyrektorów, z wyjątkiem Marshy Evans i Jerry'ego Grundhofera, miał rachunek brokerski lub inwestycyjny należący bezpośrednio do niego lub pośrednio jako do osoby zarządzającej rodzinną spółką z ograniczoną odpowiedzialnością (*family limited liability company*), która była zaangażowana w interesy z Lehman Brothers. Co więcej, bank Lehman Brothers uzyskiwał przychody z transakcji z podmiotami, w których Christopher Gent, Roland Hernandez, John Macomber oraz Marsha Evans (lub członkowie ich rodzin) pełnili rolę dyrektorów niewykonawczych. Rada uznawała jednak te powiązania za nieistotne, gdyż produkty i usługi dostarczane były w jej opinii po cenach oferowanych innym uczestnikom rynku.

Wszystkie opisane powyżej zależności stanowią dowód na istnienie powiązań pomiędzy członkami rady dyrektorów a spółką, w której pełnić mieli rolę niezależnego organu nadzorującego jej działalność banku. Można zakwestionować istotność wykazanych związków dla jakości procesów nadzorczych i wyników spółki. Należy także zauważyć, że choć większość badań dowodzi pozytywnej korelacji pomiędzy niezależnością dyrektorów a wynikami przedsiębiorstwa, to nie wszystkie analizy potwierdzają tego rodzaju implikację²⁴. Nie poddając jednak ocenie, czy wymienione powiązania dyrektorów z nadzorowaną spółką miały jakikolwiek wpływ na działalność operacyjną lub strategiczną, można stwierdzić, że głos rady dyrektorów nie zawsze był modelowym suwerennym głosem doradczym, a sprawowany nadzór odbiegał dalece od założeń sformułowanych zarówno przez OECD, Komitet Bazylejski, jak i od tych widniejących w raportach sporządzanych przez władze spółki.

2.5. System wynagradzania menedżerów banku

Skład i funkcjonowanie rady dyrektorów w Lehman Brothers to nie jedynie słabe ogniwa mechanizmów nadzoru korporacyjnego w tej spółce. Inną ważną kwestią była problematyka wynagradzania menedżerów naj-

24 S.T. Petra, *Do outside independent directors strengthen corporate boards?*, „Corporate Governance” 2005, vol. 5, no. 1, s. 57.

wyższego szczebla. Ponownie punktem wyjścia do dalszej analizy powyższego zagadnienia będą standardy deklarowane przez Komitet ds. Wynagrodzeń. W dalszej kolejności natomiast autorka postara się dowiedzieć, że obowiązujący w Lehman Brothers system wynagrodzeń odbiegał dalece od przyjętych wytycznych i przyczynił się do podejmowania niewłaściwych decyzji w obszarze ryzyka, co było jednym z powodów upadłości banku w 2008 r.

W sprawozdaniu z działalności spółki za rok 2007 podkreślono trzy podstawowe zasady, na podstawie których konstruowane miały być programy motywujące pracowników do działań w kierunku poprawiania wyników spółki²⁵. Polegały one na:

- opracowaniu programów płacowych opartych na wynikach powiązanych z celami rocznymi i długookresowymi spółki, oddziału oraz wynagradzanych osób, które dają możliwość pogodzenia interesu pracowników i akcjonariuszy;
- wypłacaniu znacznej części całkowitego wynagrodzenia w postaci nagród opartych na własności, co dodatkowo utożsamia interes pracowników z interesem akcjonariuszy i zachęca do strategicznych, ostrożnych decyzji mających na uwadze długookresowe cele i właściwe zarządzanie ryzykiem;
- zapewnianiu możliwości płacowych porównywalnych do konkurencji, aby spółka mogła przyciągnąć, zatrzymać i odpowiednio motywować utalentowanych pracowników, niezbędnych do osiągnięcia sukcesu w perspektywie długoterminowej.

Jak widać, modelowe reguły podkreślają *explicite* powiązanie wysokości płac z celami realizowanymi w długim okresie. Jednak system wynagradzania w Lehman Brothers, choć w założeniu miał uwzględniać powyższe zasady, to w praktyce w większym stopniu stymulował do działań zorientowanych na maksymalizację krótkookresowego zysku i pozwalał na wyraźny rozdział interesów pracowników i akcjonariuszy spółki²⁶.

Problematyka nominalnego poziomu wynagrodzeń nie będzie w dalszej części szerzej omawiana. Należy założyć, że tę kwestię reguluje w znacznej mierze otoczenie konkurencyjne, wymuszając pewien poziom płac pozwalający na przyciągnięcie i utrzymanie wysoko wykwalifikowanej kadry. Jest to szczególnie istotne w sektorze bankowości inwestycyjnej, gdzie wysokość zysku jest ściśle skorelowana z umiejętnościami pra-

25 Lehman Brothers, Proxy Statement, March 5, 2008, s. 17–21.

26 E. Klepczarek, *System wynagradzania menedżerów jako kluczowy czynnik determinujący politykę zarządzania ryzykiem banku. Studium przypadku Lehman Brothers Holding*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2014, t. XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, s. 161–162.

cowników dokonujących transakcji inwestycyjnych. Zakłada się zwykle, że wydatki na wynagrodzenia w tej branży wynoszą przeciętnie około 45–50% przychodów netto. W roku 2007 niektóre banki przeznaczyły na wynagrodzenia aż 60% przychodów, natomiast w Lehman Brothers relacja ta wyniosła 49,3%, co pozwala stwierdzić, że koszty wynagrodzeń były na średnim poziomie w tym sektorze²⁷. Dane z tabeli 5 wskazują jednak, że łączne wynagrodzenie R. Fulda przewyższało średnią i medianę top menedżerów z otoczenia konkurencyjnego. Nie stanowi to jednak przesłanki do wnioskowania o błędach w konstrukcji systemu płacowego.

Tabela 5. Całkowite wynagrodzenie wypłacone w 2007 r. menedżerom najwyższego szczebla w wybranych podmiotach sektora bankowego

Bank	Nazwisko i funkcja	Wynagrodzenie (w mln USD)	W tym stała pensja/%
Lehman Brothers	Richard Fuld przewodniczący rady i CEO	34,4	750 000/2,2
Bank of America	Kenneth D. Lewis przewodniczący rady i CEO	24,8	1 500 000/6
Citigroup	Gary Crittenden CFO	19,4	403 410/2,1
Goldman Sachs	Lloyd C. Blankfein przewodniczący rady i CEO	70,3	600 000 /0,8
JP Morgan Chase	James Dimon przewodniczący rady i CEO	27,8	1 000 000/3,6
Merrill Lynch	Gregory J. Fleming prezes i COO	27,4	350 000/1,3
Morgan Stanley	Colm Kelleher CFO	21	339 603/1,6
Wells Fargo	Richard M. Kovacevich przewodniczący rady	22,9	995 000/4,3

Źródło: E. Klepczarek, *System...*, s. 161–162.

Z danych tabeli 5 wynika również, że relacja stałego elementu wynagrodzenia do elementów zmiennych uzależnionych od wyników była na średnim branżowym poziomie. A zatem, przyczyn nierozważnych decyzji biznesowych szukać należy raczej w samej konstrukcji tej części honorarium, która pełnić miała rolę motywacyjną²⁸.

27 United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a...

28 E. Klepczarek, *System...*, s. 162.

Można również spojrzeć na ten problem z innej strony. Wszystkie zestawione w tabeli 5 banki ubiegały się o pomoc w ramach rządowego programu wsparcia Troubled Asset Relief Program (TARP), na mocy którego Skarb Państwa skupował od nich niepłynne aktywa. Można więc stwierdzić, że w każdym z wymienionych podmiotów podejmowano błędne decyzje w zakresie zarządzania ryzykiem, do których przyczynić się mogły wadliwie skonstruowane programy płacowe. Dlatego też na tym etapie rozważań nie da się jednoznacznie ocenić adekwatności relacji stałych i zmiennych części wynagrodzeń wypłacanych menedżerom i przewodniczącym rad banków.

W sprawozdaniu z działalności spółki za 2007 r. podkreślono dokonane w tym okresie modyfikacje w zmiennych elementach wynagrodzenia kierownictwa. W poprzednich latach na honorarium składały się: pensja podstawowa oraz dodatki motywujące, które, chociaż przyznawane na początku roku podatkowego, powiązane były ściśle z przyszłymi wynikami. Należały do nich tzw. *Performance Stock Units*²⁹, opcje na akcje oraz oparte na wynikach granty w postaci *Restricted Stock Units* (tzw. akcje uwarunkowane)³⁰.

W roku 2007 w spółce zmieniono system płacowy na uproszczony, który składał się z dwóch elementów – wynagrodzenia podstawowego i rocznego dodatku motywacyjnego, będącego kombinacją premii gotówkowej i przydziału akcji. Istotną zmianą w porównaniu z poprzednim systemem był moment ustalania wysokości i relacji tych komponentów, który określono na dzień pierwszego posiedzenia Komitetu ds. Wynagrodzeń po zakończeniu roku podatkowego, za który ustalana była wysokość uposażeń. Wartość pakietów motywacyjnych uzależniona była od wyników spółki i dokonań poszczególnych menedżerów w roku poprzednim, próby zwiększenia motywacji i związania danego menedżera ze spółką, wysokości premii przyznanych pozostałym kierownikom, liczby akcji będących w posiadaniu określonego menedżera, trendów w kodeksach dobrych praktyk w zakresie wynagrodzeń, a także od ogólnej sytuacji na rynku. Komitet ds. Wynagrodzeń ustalił formułę, zgodnie z którą wyliczono wartość maksymalną pakietów motywacyjnych dla poszczególnych menedżerów³¹. Formuła oparta była na procencie od zysku brutto spółki – procent ten zmniejszał się w miarę wzrostu zysku do poziomu 5,3 mld USD (dla zysku brutto przekraczającego tę wartość był stały).

29 Prawo do otrzymania określonego pakietu akcji spółki po spełnieniu określonych warunków (najczęściej uzyskaniu przez akcje określonej ceny lub upłynięcia okresu nabywania uprawnień).

30 Akcje, które stają się zbywalne po spełnieniu określonych warunków.

31 Wynosiła ona odpowiednio 0,75%, 0,57%, 0,50% i 0,25% zysku brutto (6 mld USD) dla R. Fulda, J. Gregory'ego, T. Russo i pozostałych menedżerów.

A zatem tylko w przypadku wystąpienia straty menedżerowie nie otrzymywali dodatków motywacyjnych do stałej części wynagrodzenia³².

Warto jeszcze przyjrzeć się kryteriom, na podstawie których Komitet ds. Wynagrodzeń dokonywał oceny wyników dokonań poszczególnych przedstawicieli kadry kierowniczej. Na początku roku 2007 Richard Fuld i Joseph Gregory (prezes i COO) wytyczyli każdemu menedżerowi cele, których stopień realizacji determinował wysokość pakietu motywacyjnego. Wśród nich znalazły się m.in. rozbudowa międzynarodowej sieci franczyzy, wzmacnianie marki, odnajdywanie i tworzenie strategicznych możliwości rozwoju, budowa i dywersyfikacja jednostek biznesowych, poprawa programów pracowniczych i wypełnianie założeń polityki budżetowej spółki.

Analizując konstrukcję systemu wynagradzania *top managementu* Lehman Brothers, dostrzec można sprzeczną z początkowymi założeniami ewolucję w kierunku promowania celów krótkookresowych. Program płacowy zakładał wprowadzić wynagrodzenie w postaci akcji uwarunkowanych, podlegających tzw. ograniczeniom konfiskaty (*forfeiture restrictions*) i niemożliwych do zbycia przez pięć lat, co w oczywisty sposób motywowało menedżerów do związania się ze spółką na dłuższy okres oraz ściślej integrowało ich interesy z interesami akcjonariuszy. Liczne opracowania podkreślają jednak wady tego instrumentu, wskazując, że, ponieważ akcje RSU przydzielane są nieodpłatnie, stanowią one narzędzie pozbawione w zasadzie ryzyka. Jeśli tylko zostaną spełnione określone warunki, dotyczące zwykle okresu zatrudnienia, właściciel akcji osiąga z tytułu ich posiadania korzyści tak długo, jak długo cena rynkowa akcji jest wyższa od zera. Są zatem instrumentem, który pozwala na stosunkowo bezpieczny transfer dobrobytu od akcjonariuszy do menedżerów. W tej sytuacji uprawniona wydaje się być konstatacja, że akcje uwarunkowane stanowią raczej mechanizm podziału nadwyżki ekonomicznej niż element tworzenia kultury własności korporacyjnej, którego podstawowym celem staje się nie kreacja, ale redystrybucja wartości³³. Ponadto, należy mieć na uwadze fakt, że pomimo iż przyznane w 2007 r. jednostki RSU stawały się zbywalne w roku 2012³⁴, to na rok 2007 przypadał moment realizacji przekazanych wcześniej opcji na akcje oraz innych warunkowych jednostek udziału we własności spółki. Niewielka fluktuacja na stanowiskach kierowniczych w Lehman Brothers sprawiła,

32 E. Klepczarek, *System...*, s. 163.

33 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2005, s. 159.

34 RSU dla R. Fulda, J. Gregory'ego i T. Russo miały być im przekazane po 3 latach, natomiast C.O'Meara i I. Lowitt mieli je otrzymać po dwóch latach.

że w przypadku trzech najlepiej opłacanych menedżerów spółki różnice pomiędzy wartością wynagrodzenia przyznanego w roku 2007 a wartością faktycznych transferów z tytułu otrzymanych wynagrodzeń w tym okresie były niewielkie³⁵.

Należy zwrócić uwagę na to, że jednostki RSU, stanowiące od 64 do 88% całkowitego wynagrodzenia, były pewnego rodzaju korzyściami odroczonymi w czasie, niewypłacanymi w roku ich przyznania. Jednak różnica pomiędzy przyznanym a wypłaconym wynagrodzeniem (tabela 6) stanowiła różnicę pomiędzy wartością przyznaną w 2007 r. akcji warunkowych, a tych instrumentów, których termin realizacji przypadł na ten właśnie rok. Istotną relatywną różnicę pomiędzy analizowanymi wartościami w przypadku C. O'Meara i I. Lowitt wyjaśnić można wyraźnie krótszym od pozostałych stażem pracy na stanowiskach kierowniczych najwyższego szczebla.

Tabela 6. Wynagrodzenia za rok 2007 najważniejszych menedżerów spółki Lehman Brothers (w USD)

Nazwisko	Wynagrodzenie podstawowe	Premia gotówkowa	Wartość jednostek RSU	Razem przyznane	Razem wypłacone
R.S. Fuld, Jr.	750 000	4 250 000	35 000 000	40 000 000	34 382 036
J.M. Gregory	450 000	4 550 000	29 000 000	34 000 000	26 005 522
T.A. Russo	450 000	4 550 000	9 000 000	14 000 000	12 065 023
C. O'Meara	200 000	2 650 000	6 642 857	9 492 857	3 747 083
I.T. Lowitt	200 000	2 650 000	6 642 857	9 492 857	4 916 953

Źródło: United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement Pursuant to Section 14(A) of the Securities Exchange Act Of 1934, Lehman Brothers Holding Inc, March 2008.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, można stwierdzić, że pomimo zróżnicowania struktury pakietu motywacyjnego nie spełniał on podstawowych założeń związanych z orientacją na długookresowy horyzont czasowy i optymalizacją decyzji w zakresie ryzyka. Zarówno kryteria przyznawania premii, jak i stosunkowo krótki okres niezbywalności akcji warunkowych spowodowały, że najistotniejszą zmienną determinującą wysokość wynagrodzenia, a tym samym nadrzędną wartością pozostającą w obszarze zainteresowania menedżerów, był bieżący zysk i bieżąca cena akcji. Nie można zatem uznać tak skonstruowanego programu płacowego za neutralny lub ograniczający decyzje i zachowania ryzykowne.

35 E. Klepczarek, *System...*, s. 164.

Do podobnych wniosków doszli L.A. Bebchuk i in.³⁶ W swoich badaniach odnieśli się do wynagrodzeń kadry kierowniczej banków Bear Stearns i Lehman Brothers, koncentrując się w głównej mierze na weryfikacji tezy o braku wpływu systemów płacowych na ryzykowne decyzje podejmowane w tych podmiotach w okresie poprzedzającym odpowiednio utratę wartości rynkowej i przejęcie jednej oraz upadłość drugiej z wymienionych spółek. Uzasadnieniem tak sformułowanego założenia miałyby być znaczne straty poniesione przez kierownictwo w wyniku drastycznego spadku cen bądź całkowitej utraty wartości posiadanych przez nich akcji spółek, dla których pracowali. W tej sytuacji nadmierna skłonność do ryzykownych działań byłaby konsekwencją jedynie nieuzasadnionego optymizmu, niewłaściwego oszacowania poziomu ryzyka lub arogancji i pychy, a nie bodźców płacowych skłaniających do maksymalizowania zysku w krótkim okresie³⁷.

Aby zbadać prawdziwość powyższych przesłanek, poddano analizie wynagrodzenia kadry kierowniczej Lehman Brothers w latach 2000–2008 wypłacone z tytułu pakietów motywacyjnych³⁸. Badanie uwzględniło sumę zrealizowanych w kolejnych latach uposażeń dla pięciu menedżerów najwyższego szczebla, których honoraria, zgodnie z amerykańskim prawem, muszą być podawane do publicznej wiadomości. Należą do nich CEO, CFO i trzech pozostałych kierowników z najwyższymi pensjami. Metodologiczny problem wynikający ze zmian na stanowiskach w analizowanych latach rozwiązano w ten sposób, że w przypadku osób, których zarobki nie były ujawnione w całym badanym okresie, wynagrodzenie w latach, dla których nie posiadano danych, przyjęto na poziomie zerowym. Analizie poddano honoraria Richarda Fulda (CEO od 1993 do 2008 r. i przewodniczącego rady od 1994 do 2008 r.), Davida Goldfarba (CFO od 2000 do 2004 r. i CAO od 2004 do 2006 r.), Josepha Gregory'ego (Co-COO od 2002 do 2008 r. i CAO od 2000 do 2002 r.), Christophera O'Meara (CFO od 2004 do 2007 r., od 1994 r. zajmującego różne stanowiska kierownicze) i Thomasa Russo (CLO od 1993 do 2008 r.). Jedynie zarobki R. Fulda i J. Gregory'ego były ujawnione w każdym z badanych lat, dla T. Russo uwzględniono okres 2003–2008, dla D. Goldfarba 2004–2007, a dla Ch. O'Meara 2007–2008³⁹. Otrzymane wyniki ujęto syntetycznie w tabeli 7.

36 L.A. Bebchuk, A. Cohen, H. Spamann, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, Harvard Law School, Discussion Paper No. 657.

37 E. Klepczarek, *System...*, s. 166.

38 Źródłowe opracowanie zawiera również analogiczną analizę wynagrodzeń kierownictwa Bear Stearns, autorka pomija ich opis; warto dodać, że wynik badań i wnioski końcowe były dla obu przypadków identyczne.

39 E. Klepczarek, *System...*, s. 166–167.

Tabela 7. Wynagrodzenia w postaci pakietów motywacyjnych dla najwyższego kierownictwa spółki Lehman Brothers w latach 2000–2008 (w USD)

Menedżerowie	Premie gotówkowe	Przepływy netto ze sprzedaży akcji	Razem	Szacowana wartość akcji posiadanych w 2000 r.	Różnica między wartością początkową a sumą przepływów
CEO	61 557 166	461 173 614	522 730 780	300 768 127	221 962 653
Pozostali	102 407 231	389 315 896	491 723 127	300 433 203	191 289 924

Źródło: L.A. Bebchuk, A. Cohen, H. Spamann, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, Harvard Law School, Discussion Paper No. 657.

Zestawione dane wskazują na jednoznacznie pozytywny bilans przepływów wynikających z pakietów motywacyjnych, pomimo obiektywnie niewłaściwych decyzji podejmowanych przez kadrę kierowniczą. Dowiedziono tym samym, że gigantyczne straty, o których wspominają niektóre opracowania⁴⁰, a które rzekomo potwierdzać mają tezę o braku bodźców motywujących do ryzykownych operacji wynikających z konstrukcji systemu płacowego, są w istocie „stratami papierowymi” (*paper losses*). Rzeczywiście, należy zauważyć, że na dzień 31 stycznia 2008 r. Richard Fuld posiadał 10,8 mln akcji Lehman Brothers. Kiedy 15 września spółka ogłosiła upadłość, stały się one bezwartościowe, co przy cenie akcji z 2 lutego (85,8 USD) daje stratę na poziomie 931 mln USD. Jednak, z przynajmniej dwóch względów, nie należy tej kwoty określić mianem realnej straty poniesionej przez przewodniczącego rady i CEO Lehman Brothers. Otóż, po pierwsze, w dniu ogłoszenia upadłości, R. Fuldowi udało się sprzedać 2,98 mln akcji spółki za cenę około 0,2 USD centów za akcję, co daje łącznie zarobek w wysokości 600 000 USD⁴¹. Jednak jest to relatywnie niewielka kwota i należy raczej zwrócić uwagę na innego rodzaju argument wskazujący na istotę owej „straty” prezesa Lehman Brothers. Nie powinno się jej porównywać ze stratami poniesionymi przez akcjonariuszy, którzy zakupili akcje spółki, ponosząc z tego tytułu realne koszty. R. Fuld otrzymał akcje nieodpłatnie, bez ponoszenia wydatków, jako formę gratyfikacji za zarządzanie spółką. Na mocy danych ujętych

40 Patrz np. J. Grundfest, *What's Needed is Uncommon Wisdom*, N.Y. Times Dealbook Dialogue, October 6, 2009, <http://dealbook.nytimes.com/2009/10/06/dealbook-dialogue-joseph-gundfestuncommon-wisdom/> (dostęp 29.12.2012) lub R. Fahlenbrach, R. Stulz, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, Fisher College of Business Working Paper Series, August 2010.

41 <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000080608508000155/xsl-F345X03/doc.xml> (dostęp 29.12.2012).

w tabeli 7 i powyższych rozważań można zatem dojść do wniosku, że wynagrodzenie w formie pakietów akcji, które w założeniu utożsamiać miało interes akcjonariuszy i menedżerów, tym pierwszym przyniosło faktyczne straty w wysokości co najmniej wydatków poniesionych na bezwartościowe ostatecznie akcje, dla tych drugich natomiast okazało się *per saldo* dochodowe⁴².

Kwestią oczywistą jest przyjęcie założenia, że dla wszystkich pracowników banku sytuacją bardziej pożądaną byłoby kontynuowanie działalności niż bankructwo⁴³. W licznych opracowaniach podkreśla się również często, że liczba akcji będących w posiadaniu menedżerów w momencie upadku wskazywała na to, że nie spodziewali się oni takiego obrotu sprawy. Nie można jednak nie dostrzegać faktu, że system płacowy Lehman Brothers dawał menedżerom możliwość corocznych wypłat z tytułu przyznawanych wcześniej pakietów motywacyjnych, co z pewnością w pewnej mierze ukierunkowywało ich działania na maksymalizowanie wyników w krótkim okresie. Kadra kierownicza, chcąc jak najkorzystniej upłynnić posiadane aktywa, szukała raczej możliwości poprawy bieżących wskaźników niż dbania o rozsądną strategię długookresową. Przywołane badania potwierdzają, że wynagrodzenia z tytułu przyznanych menedżerom dodatków motywacyjnych były znaczące pomimo niewłaściwego zarządzania spółką. Natomiast poniesione przez nich straty zakwalifikować można raczej jako utracone możliwości zarobku, jako że otrzymanie akcji nie wiązało się z żadnym wydatkiem z ich strony. Dlatego też rozważając zagadnienia z zakresu niewłaściwego funkcjonowania mechanizmów *corporate governance* w Lehman Brothers, nie należy pomijać kwestii konstrukcji systemów wynagradzania menedżerów. Sprawą dyskusyjną i zapewne niemożliwą do rozstrzygnięcia jest to, na ile decyzje kierownictwa uwarunkowane były chęcią maksymalizowania zysku z posiadanych udziałów we własności, na ile natomiast innymi czynnikami związanymi z nadmiernym optymizmem, brakiem wystarczającej wiedzy czy informacji. Dyskutując jednak nad koniecznością zrewidowania zasad nadzoru korporacyjnego w celu zapobiegania zjawiskom kryzysowym, uwzględnić należałoby powyższe analizy i dokonać stosownych zmian⁴⁴.

42 E. Klepczarek, *System...*, s. 168.

43 *Ibidem*.

44 Jednym z postulatów mogłoby być na przykład wydłużenie okresu niezbywalności akcji warunkowych do momentu przejścia na emeryturę, jest to rozwiązanie praktykowane w spółce Goldman Sachs.

2.6. Polityka rachunkowości banku – założenia i realizacja programu Repo 105/108

Skuteczna realizacja założeń określonego modelu nadzoru korporacyjnego nie jest możliwa bez sprawnie funkcjonującego systemu rachunkowości. Z przytoczonych w rozdziale 1 zadań nałożonych przez OECD na członków rad dyrektorów bezpośrednio wynika, że mają oni obowiązek zapewnić uczciwość systemów księgowości i raportowania finansowego z uwzględnieniem niezależnego audytu i odpowiednich mechanizmów kontroli, a także nadzorować proces ujawniania i przekazywania informacji. Definiując rachunkowość jako „system informacyjny służący użytkownikom do podejmowania decyzji gospodarczych, zwłaszcza finansowych, oraz rozliczania kierownictwa z odpowiedzialnego i efektywnego zarządzania powierzonym majątkiem”⁴⁵, należy stwierdzić, że analiza polityki rachunkowości na gruncie standardów nadzorczych może okazać się kluczowa dla właściwej oceny funkcjonowania nadzoru⁴⁶.

Schemat 2 prezentuje strukturę systemu informacyjnego rachunkowości oraz jego użytkowników, dowodząc, że zarówno sprawozdania finansowe, jak i wewnętrzna dokumentacja zarządcza stanowią punkt wyjścia dla właściwych decyzji podejmowanych przez członków rady dyrektorów. Ponadto, rzetelnie prowadzone księgi rachunkowe są jednym z elementów systemu wczesnego ostrzegania i mogą stanowić podstawę do podejmowania działań naprawczych lub ratunkowych.

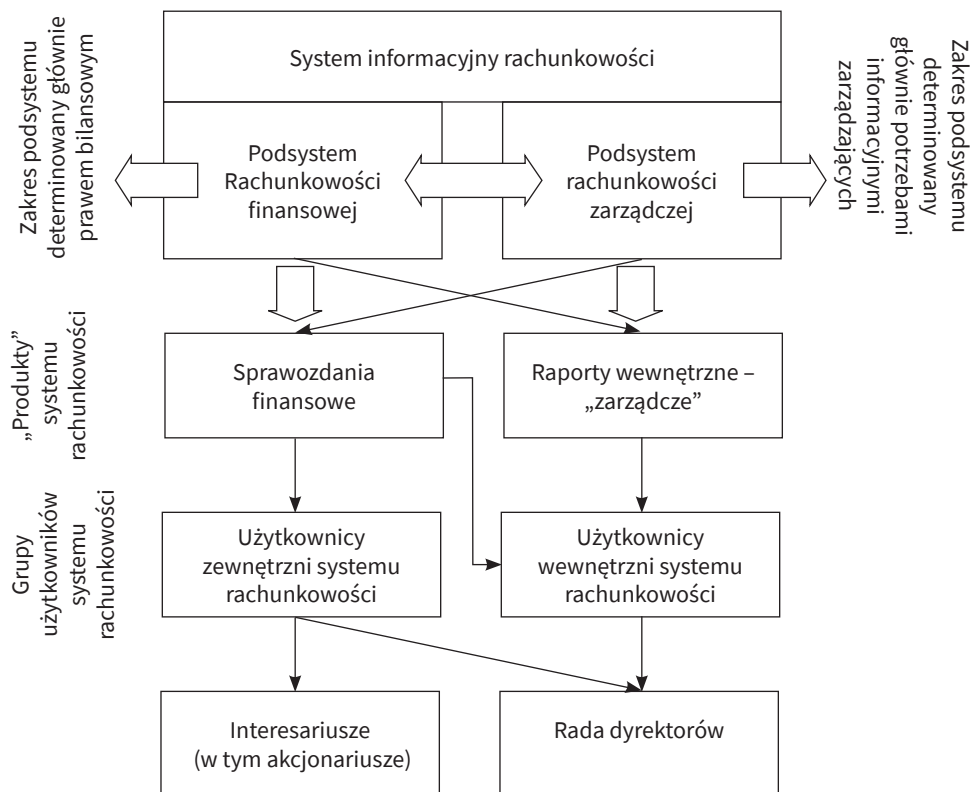
Na gruncie przedstawionych powyżej modelowych założeń warto dokonać analizy systemu rachunkowości banku Lehman Brothers. Na szczególną uwagę zasługuje jedna z praktyk stosowanych w okresie poprzedzającym jego upadek, tzw. transakcje Repo 105 oraz Repo 108, do których przyłgnęło miano „księgowych sztuczek”⁴⁷ stworzonych przez Lehman Brothers w celu utrzymania wskaźników lewarowania na relatywnie niskim poziomie⁴⁸.

45 A. Jaruga, *Rachunkowość w ramach gospodarki rynkowej*, [w:] A. Jaruga i in., *Rachunkowość finansowa*, wyd. 3, Towarzystwo Gospodarcze RAFIB, Łódź 1995, s. 8.

46 E. Klepczarek, *Polityka rachunkowości banku Lehman Brothers jako istotny element osłabiający działanie mechanizmów nadzorczych*, [w:] E. Walińska (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 7, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 98–99.

47 J. Carney, *Report: Lehman Brothers Used “Accounting Gimmick” to Hide the Size of Its Balance Sheet*, „Business Insider”, Mar. 11, 2010, <http://www.businessinsider.com/report-lehman-brothers-used-accounting-gimmick-to-hide-the-size-of-its-balance-sheet-2010-3> (dostęp 07.03.2013).

48 E. Klepczarek, *Polityka...*, s. 99.

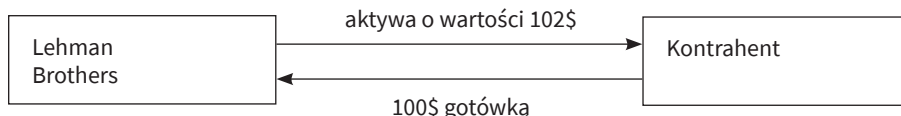
Schemat 2. Struktura systemu informacyjnego rachunkowości oraz podstawowe grupy jego użytkowników

Źródło: E. Walińska, J. Gad, *Rada nadzorcza jako użytkownik systemu informacyjnego rachunkowości w publicznych spółkach kapitałowych – doświadczenia polskiej praktyki*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012, s. 218.

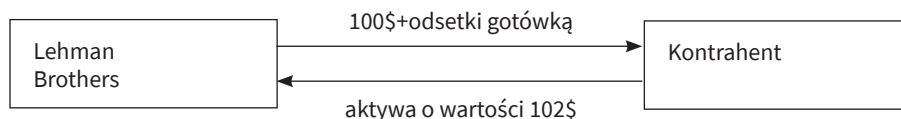
Standardowe umowy odkupu zwane transakcjami repo polegają na tymczasowej sprzedaży za gotówkę aktywów, zwykle instrumentów o stałym dochodzie lub papierów wartościowych, wraz z jednoczesnym zobowiązaniem do ich odkupu po określonej cenie w określonym terminie. Nabywca zwraca wówczas papiery sprzedającemu (będącemu *de facto* kredytobiorcą), który w gotówce spłaca kredyt wraz z odsetkami. W ramach opisaney wymiany jedna ze stron otrzymuje papiery wartościowe stanowiące zabezpieczenie pożyczonych środków pieniężnych, natomiast drugiej stronie zostaje udzielone wsparcie płynnościowe (schemat 3).

Schemat 3. Standardowa transakcja repo

Początek transakcji



Termin zapadalności



Źródło: *Repo 105: 'True Sales' or Massaging Balance Sheet?*, Newsletter of Advancing Risk Management for Singapore and Beyond, Issue 3, May 2010, <http://www.rmi.nus.edu.sg/aboutus/enewslettermi/issue3/MarketReviewRepo105%28edited%29.html> (dostęp 12.03.2013).

Umowy te są powszechnie stosowane jako prawnie dopuszczalne formy krótkoterminowego finansowania, najczęściej podmiotów sektora bankowego. Banki zwykle wykorzystują tego rodzaju transakcje, aby pożyczyć środki od przedsiębiorstw posiadających rezerwy gotówkowe. Aby zmniejszyć ryzyko spłaty pożyczki, bank tymczasowo przenosi prawa do określonych aktywów na pożyczkodawcę – jest to jednak jedynie forma zabezpieczenia, a nie faktycznej sprzedaży tych aktywów kontrahentowi, jako że celem transakcji nie jest zakup instrumentów finansowych, lecz udzielenie krótkoterminowego kredytu⁴⁹. Dlatego też większość podmiotów księguje transakcje repo jako formę finansowania spółki, pozostawiając w bilansie tymczasowo transferowane do kontrahenta instrumenty po stronie aktywów, w pasywach natomiast ujawniając pożyczoną gotówkę jako krótkoterminowe zobowiązanie. W księgach Lehman Brothers transakcje te ujmowane były natomiast jako sprzedaż aktywów, a nie kredyt otrzymywany pod ich zastaw. To sprawiało, że uzyskiwana w ten sposób pożyczka nie przyjmowała w bilansie formy zobowiązania⁵⁰.

Oznaczenie Repo 105 lub 108 oznaczało procentową relację godziwej wartości zastawianych aktywów do otrzymywanej w zamian pożyczki. A zatem za każde 100 dolarów w gotówce Lehman oferował instrumenty finansowe warte 105 lub 108 dolarów. Wartość tej relacji nie miała na celu zwiększenia konkurencyjności oferty banku i przyciągnięcia potencjalnych

49 C.S. Liu, T.F. Schaefer, *Asset sales or loans: The case of Lehman Brothers's Repo 105s*, „The Accounting Educators Journal” 2011, vol. XXI, s. 80.

50 E. Klepczarek, *Polityka...*, s. 100.

kredytodawców. Została ona arbitralnie ustalona przez Lehman Brothers, aby uzasadnić zakwalifikowanie umów repo jako transakcji sprzedaży. Należy bowiem zaznaczyć, że stosowane w Stanach Zjednoczonych standardy rachunkowości (*Statement of Financial Accounting Standards*, SFAS) wyraźnie definiują sprzedaż aktywów w ramach tego typu transakcji, obwarowując ją wystąpieniem trzech kryteriów: wyizolowaniem przedmiotowych aktywów ze spółki tak, że pozostają one poza jej zasięgiem oraz zasięgiem jej wierzycieli; uzyskaniem przez kontrahenta bezwarunkowego prawa do zastawienia lub wymiany otrzymanych aktywów oraz brakiem skutecznej kontroli podmiotu wydającego aktywa możliwej poprzez zawarcie umowy upoważniającej do ich odkupu przed terminem płatności⁵¹. Standardowe transakcje repo spełniają tylko pierwsze dwa warunki (stąd nie są traktowane jako sprzedaż). W Lehman Brothers próbowano jednak dowieść, że również trzecie kryterium formalnie spełnione było w przypadku operacji Repo 105/108. W tym celu powoływano się na paragraf 218 *Statement of Financial Accounting Standards*, który stanowi, że prawo do odkupu aktywów nie jest zagwarantowane, jeśli wydający aktywa nie uzyskał wystarczającego zabezpieczenia pozwalającego na sfinansowanie zasadniczo wszystkich kosztów ewentualnego zakupu identycznych papierów wartościowych w okresie obowiązywania umowy⁵².

Oczywistą intencją tego zapisu było zagwarantowanie interesów strony inicjującej transakcję repo, zapewnienie odpowiedniego ekwiwalentu gotówkowego za aktywa, który pozwala na kontrolowanie zastawianego majątku (w tym znaczeniu, że pożyczkodawcy nie opłaca się sprzedawać go innemu podmiotowi), a w przypadku bankructwa kontrahenta – umożliwia odtworzenie jego składników za środki otrzymane w ramach umowy. Jednak ten sam przepis zobowiązuje do zindywidualizowanej oceny sformułowania „zasadniczo wszystkie koszty”, popartej w każdym przypadku specjalistyczną opinią. Przeciętna relacja ceny rynkowej papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenia transakcji repo do otrzymywanej w zamian za nie gotówki wynosi 98–102% i taki przedział wskazuje omawiany przepis jako typowe wystarczające zabezpieczenie gwarantujące prawo do odkupu. Wydaje się zatem, że ustalona przez Lehman relacja 105 i 108% pozwalała na stwierdzenie, że wartość otrzymanej gotówki nie jest wystarczającym gwarantem na pokrycie ewentualnych kosztów zakupu identycznych papierów wartościowych, bank nie uzyskuje tym samym gwarancji prawa do odkupu zastawianych aktywów, a zatem ostatecznie nie

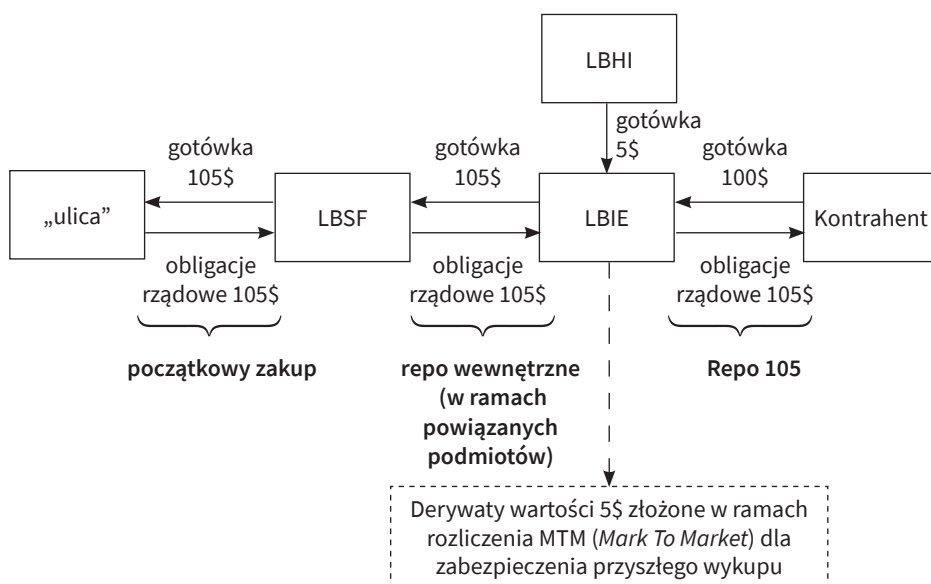
51 *Statement of Financial Accounting Standards No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, Financial Accounting Standards Board, September 2000, paragraph 9.

52 *Ibidem*, paragraph 218.

posiada skutecznej nad nimi kontroli, czyli formalnie można stwierdzić, że spełnia trzecie kryterium uznania operacji za transakcję sprzedaży⁵³.

Kierownictwo Lehman Brothers miało jednak świadomość, że zakwalifikowanie umów repo jako formy sprzedaży aktywów nie było praktykowane w amerykańskich spółkach i że, zgodnie z wytycznymi SFAS, należy uzyskać opinię prawną potwierdzającą prawidłowość takiego sposobu ich księgowania. Śledczy prowadzący sprawę upadku Lehman Brothers zauważył w swoim raporcie⁵⁴, że spółka nie znalazłszy w Stanach Zjednoczonych kancelarii prawnej, która zgodziłaby się wydać stosowną opinię, wprowadziła program Repo 105 na podstawie dokumentu wystawionego w oparciu o prawo brytyjskie dla LBIE (Lehman Brothers International Europe – europejskiej spółki koncernu) przez londyńską firmę prawniczą *Linklaters*. W konsekwencji, jeśli podmioty amerykańskie, takie jak LBHI (Lehman Brothers Holding Inc.) lub LBSF (Lehman Brothers Special Finance), chciały przeprowadzić transakcje Repo 105 i 108, transferowały papiery wartościowe do LBIE, który w ich imieniu przeprowadzał te operacje (schemat 4)⁵⁵.

Schemat 4. System przeprowadzania operacji Repo 105



Źródło: C.S. Liu, T.F. Schaefer, *Asset sales or loans: The case of Lehman Brothers's Repo 105s*, „The Accounting Educators Journal” 2011, vol. XXI, s. 82.

53 E. Klepczarek, *Polityka...*, s.101.

54 *Report of Anton R. Valukas*, s. 740.

55 E. Klepczarek, *Polityka...*, s. 101–102.

Opisany powyżej schemat działania i sposób księgowania operacji repo miał daleko idące konsekwencje dla rzetelności sprawozdań finansowych oraz właściwej oceny poziomu ryzyka w spółce. Zakwalifikowanie analizowanych transakcji jako sprzedaż papierów wartościowych na dwa sposoby wpływała na obniżenie stanu zobowiązań spółki. Po pierwsze, jak już wspomniano, otrzymana gotówka nie była ujawniana w pasywach w formie zobowiązania, pomimo że *de facto* stanowiła rodzaj krótkoterminowego kredytu, po drugie natomiast – dzięki uzyskiwanemu w transakcjach repo wsparciu płynnościowemu Lehman spłacał swoje inne krótkoterminowe zobowiązania, zmniejszając chwilowo ich wartość. Był to celowy zabieg księgowy pozwalający na wydatne obniżenie wskaźnika lewarowania na dzień bilansowy. Wskaźnik ten definiuje się jako stosunek wartości aktywów do kapitałów własnych. Jeśli zatem Lehman na krótko przed sporządzeniem bilansu pozbywał się papierów wartościowych w zamian za gotówkę, stan aktywów pozostawałby bez zmian. Biorąc jednak pod uwagę, że jednocześnie pokrywał tą gotówką swoje inne zobowiązania, zmniejszał tym samym stan aktywów o wartość zbliżoną do wartości transakcji. Należy jednakże zauważyć, że chcąc odkupić zastawione w operacjach repo papiery wartościowe, bank musiał szybko znaleźć kolejnych pożyczkodawców i ponownie zwiększyć swój poziom zobowiązań, a następnie aktywów, przywracając jednocześnie wskaźnik lewarowania do poziomu sprzed transakcji. Dlatego też charakterystyczny był termin nasilania się częstotliwości zawierania umów Repo 105 i 108 – bank posługiwał się nimi tuż przed sporządzaniem raportów kwartalnych, aby dane w nich zawarte obrazowały korzystny w ocenie agencji ratingowych i inwestorów, a także relatywnie niski, w porównaniu z konkurencją, poziom lewarowania spółki⁵⁶.

Pomimo dokonywania tego rodzaju zabiegów, nazywanych zwykle „kreatywną księgowością”, Lehman Brothers nie był liderem w zestawieniu uwzględniającym poziom wskaźnika lewarowania (patrz: tabela 8). Należy jednak zauważyć, że uzyskiwał wyniki na poziomie niższym niż większość konkurencyjnych banków, co pozwoliło mu przez pewien czas cieszyć się zwiększonym zaufaniem agencji ratingowych, klientów i inwestorów. Oszacowanie wskaźnika lewarowania przy zakwalifikowaniu Repo 105 jako krótkoterminowego zadłużenia obrazuje tabela 9.

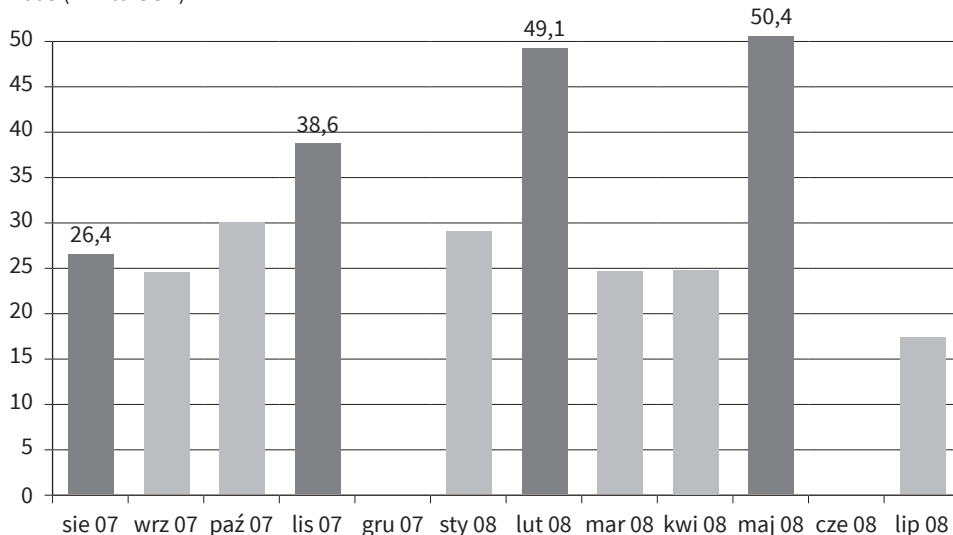
W literaturze przedmiotu przyjmuje się, że konserwatywnie zarządzane banki mają wskaźnik dźwigni finansowej (zadłużenie/kapitały własne) na poziomie około 10⁵⁷. Dla uwzględnionych w tabeli 8 pięciu najwięk-

56 *Ibidem*.

57 A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2009, s. 361.

szych amerykańskich banków dźwignia finansowa wzrosła w ciągu kilku lat poprzedzających kryzys o niemal połowę – ze średniego poziomu 21,3 w 2003 r. do 30,2 w roku 2007 (jeśli wziąć pod uwagę nierzetelne dane o spółce Lehman Brothers, należałoby założyć jeszcze wyższy poziom omawianego wskaźnika⁵⁸).

Wykres 1. Wartość transakcji Repo 105 w ostatnich miesiącach kolejnych kwartałów lat 2007 i 2008 (w mld USD)



Źródło: *Report of Anton R. Valukas, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, s. 875.*

Tak wysoki stan zadłużenia w relacji do kapitałów własnych oznaczał ponadprzeciętny wzrost ryzyka. W tym samym czasie, w wyniku nadmiernej ekspozycji na niskiej jakości papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych, aktywa banku uległy znacznej deprecjacji, co spowodowało konieczność pokrycia strat kapitałem własnym. Przy bardzo wywindowanych wskaźnikach zadłużenia posiadany kapitał własny okazywał się niewystarczający, a ratunkowe emisje nowych akcji nie mogły znaleźć chętnych nabywców⁵⁹. Taka sytuacja na rynku i oczekiwania jego uczestników w odniesieniu do zwiększenia bezpieczeństwa funkcjonowania banku zmusiły go do uruchomienia procesu tzw. delewaryzacji. R. Fuld wezwał do sprzedaży aktywów, podkreślając znaczenie tzw. *percep-*

58 Por. różnice we wskaźnikach lewarowania przy różnej kwalifikacji transakcji Repo 105/108 – tabela 9.

59 A. Szelańska (red.), *Współczesna...*, s. 361.

tion issue („kwestii postrzegania”). Pragnął początkowo zmniejszyć poziom wskaźnika lewarowania poprzez standardową sprzedaż części aktywów. Okazało się jednak, że większość instrumentów w portfolio banku określanych było na rynku mianem *sticky*, co w żargonie branżowym oznacza aktywa trudne do sprzedania bez poniesienia przy tym znaczącej straty. W tej sytuacji, efektywne obniżenie poziomu lewarowania stało się możliwe tylko poprzez zwiększenie natężenia transakcji Repo 105/108⁶⁰.

Tabela 8. Wskaźnik lewarowania brutto (aktywa/kapitał akcyjny) oraz netto (aktywa netto/kapitał trwały*) – porównanie Lehman Brothers na tle konkurencyjnych banków

Bank	Wskaźnik lewarowania brutto					Wskaźnik lewarowania netto				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Lehman Brothers	28,0	24,0	23,7	25,4	28,9	15,0	14,7	13,5	13,8	15,6
Goldman Sachs	19,2	20,2	23,7	24,7	25,2	13,7	12,0	13,5	14,4	14,7
Morgan Stanley	24,7	26,1	28,8	31,3	32,0	12,4	12,4	12,7	13,9	15,8
Bear Stearns	29,7	29,1	28,2	27,9	30,9	12,9	13,5	15,5	16,2	19,4
Merrill Lynch	18,7	18,6	19,6	20,6	25,9	14,2	13,8	13,8	12,4	14,6

* Lehman Brothers definiuje aktywa netto jako aktywa ogółem pomniejszone o wymagane przez regulatora rezerwy gotówki i papierów wartościowych, umowy pożyczek zabezpieczone zastawami oraz możliwe do zidentyfikowania wartości niematerialne i prawne i wartość firmy; kapitał trwały natomiast to kapitał akcyjny wraz z obligacjami podporządkowanymi o wysokim ryzyku (*Junior Subordinated Notes*) pomniejszony o możliwe do zidentyfikowania wartości niematerialne i prawne i wartość firmy (na podstawie: UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Form 10-K, Annual Report for the fiscal year ended November 30, 2007, Lehman Brothers Holdings Inc.).

Źródło: Lehman Brothers – Leverage Analysis, Confidential Presentation, LBEX-DOCID 1401225, April 7, 2008, s. 6.

Tabela 9. Wskaźnik lewarowania netto banku Lehman Brothers w zależności od sposobu zakwalifikowania transakcji Repo 105

Kwartał	Wartość transakcji Repo 105 (w mld USD)	Raportowany wskaźnik lewarowania netto	Wskaźnik lewarowania bez Repo 105	Różnica
4. 2007	38,6	16,1	17,8	1,7
2008	49,1	15,4	17,3	1,9
2008	50,38	12,1	13,9	1,8

Źródło: *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, s. 748.

60 E. Klepczarek, *Polityka...*, s. 104–105.

Można zatem wywnioskować, że elementem newralgicznym z punktu widzenia kierownictwa Lehman Brothers nie było rzeczywiste zwiększenie bezpieczeństwa działalności, lecz podkreślana przez R. Fulda kwestia percepcji ryzyka w odniesieniu do zewnętrznych interesariuszy banku. Jak wskazuje raport A.R. Valukasa, począwszy od drugiej połowy 2007 r. naczelne kierownictwo Lehman Brothers odczuwało dużą presję na obniżanie wskaźników lewarowania przedstawianych w kwartalnych raportach dotyczących finansów banku. Ryan Traversari, starszy wiceprezes (*Senior Vice President*), odpowiedzialny za zewnętrzne raporty spółki, pisał na przykład w wysłanym przez siebie we wrześniu 2007 r. e-mailu, że pytanie dotyczące wskaźnika lewarowania padło wielokrotnie podczas zaledwie 20 sekund jego obecności na jednym ze spotkań. Kwestią tą interesowali się przede wszystkim Ch. O'Meara (CFO), S. Freidheim (CAO), I. Lowitt (wcześniej CAO), menedżerowie odpowiedzialni za strategię korporacyjną i relacje inwestorskie⁶¹. Dochodzenie przeprowadzone po upadku spółki potwierdziło, że zarówno wymienieni powyżej członkowie kadry kierowniczej, jak i inni przedstawiciele *top managementu*, w tym również R. Fuld, posiadali pełną wiedzę o operacjach Repo 105/108. Wiedzieli o wolumenie dokonywanych transakcji, o celu, w jakim były przeprowadzane, oraz o nieujawnianiu ich w podawanych do publicznej wiadomości sprawozdaniach finansowych⁶².

Przedstawiona powyżej analiza jednego z kluczowych dla banków obszarów rachunkowości Lehman Brothers dowodzi poważnych nieprawidłowości również na tej płaszczyźnie funkcjonowania spółki. Rozpatrując kwestię systemu rachunkowości na gruncie rozważań nad *corporate governance*, należy wziąć pod uwagę kilka elementów. Po pierwsze, powołując się na reguły OECD, warto odnieść się do uczciwości publikowanych przez Lehman Brothers sprawozdań. Opisany mechanizm kwalifikowania operacji repo jako transakcji sprzedaży, a następnie nieujawnianie tego faktu radzie dyrektorów, zewnętrznym regulatorom, agencjom ratingowym oraz inwestorom uznać należy za działanie nieuczciwe, niespełniające wymogu transparentności rozliczeń.

Warto jednak rozstrzygnąć, czy w tym przypadku rzeczywiście doszło do złamania zasady wynikającej bezpośrednio z przywołanego w punkcie 1.1 raportu Millsteina. Otóż Millstein nakłada na członków rady obowiązek zapewnienia uczciwości systemu księgowego oraz nadzorowania procesu ujawniania i przekazywania informacji. A.R. Valukas przekonuje, że żaden z dyrektorów, z wyjątkiem R. Fulda, nie został poinformowany o przeprowa-

61 E-mail od Ryan Traversari do Paolo R. Tonucci, Sept. 11, 2007, <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%201695576.pdf> (dostęp 09.03.2013).

62 E. Klepczarek, *Polityka...*, s. 105.

dzaniu transakcji Repo 105/108. Trzeba się zatem zastanowić, czy mieli oni jakąkolwiek możliwość zapewnienia rzetelności ujawnianych informacji. Można by się spodziewać, że powołując zewnętrznego audytora – Ernst&Young – firmę doradczą o światowej renomie – rada zagwarantowała spółce uczciwość jej sprawozdań. Okazuje się jednak, że zewnętrzni audytorzy skoncentrowali się w głównej mierze nad stroną formalną praktyk rachunkowości, rozpatrując przede wszystkim kwestię zgodności sposobu księgowania operacji repo ze standardami SFAS, pominąwszy w zupełności zakres informacji dotyczących tych transakcji podawanych do publicznej wiadomości. W tej sytuacji wydaje się, że jedynym czynnikiem gwarantującym zapewnienie uczciwości byłaby rozległa wiedza dyrektorów z zakresu rachunkowości. Tylko wówczas mogliby oni zauważyć i próbować wyjaśnić fakt skutecznego obniżania wskaźnika lewarowania pomimo trudności ze zbyciem aktywów i brakiem możliwości podniesienia poziomu kapitałów własnych. Jednak w tym przypadku, pomimo iż wcześniej dowiedziono obiektywnie niewystarczających kompetencji członków rady Lehman Brothers, winą należałoby obarczyć raczej kierownictwo wyższego szczebla, świadome dokonywanych „sztuczek”, a postulat wysunięty przez Millsteina uznać za niemożliwy do zrealizowania.

W nawiązaniu do przedstawionych praktyk, warto również odnieść się do przytoczonej wcześniej definicji rachunkowości jako systemu służącego do rozliczania kierownictwa z odpowiedzialnego i efektywnego zarządzania powierzonym majątkiem. Wynika z niej bezpośrednio konieczność przestrzegania opisanego w rozdziale 1 standardu powierniczego. Dochodzenie w sprawie Lehman Brothers zakończyło się oskarżeniem najwyższych menedżerów banku o naruszenie tego standardu poprzez nieujawnianie kluczowych informacji radzie dyrektorów, a także dopuszczanie i poświadczanie sprawozdań finansowych, w których pomijano lub błędnie przedstawiano informacje dotyczące transakcji repo i sposobu ich księgowania, narażając tym samym spółkę na potencjalne kłopoty. O wydaniu takiego wyroku przesądziły dowody na działanie w złej wierze, przy pełnej świadomości dużego prawdopodobieństwa negatywnych skutków podejmowanych kroków i decyzji podnoszących ryzyko działalności banku⁶³.

Podsumowując analizę jednego z elementów polityki rachunkowości przyjętej przez kierownictwo Lehman Brothers, należy wywnioskować, że nie spełniała ona wymogów dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Kwestią oczywistą wydaje się być naruszenie przez *top management*

63 Podczas dochodzenia w sprawie Lehman Brothers ujawniono liczne e-maile potwierdzające fakt, że kierownictwo wykorzystywało transakcje Repo 105/108 tylko jako instrument poprawiający wskaźnik lewarowania oraz że zdawało sobie sprawę z zagrożeń wynikających ze stosowania tego typu operacji.

standardu powierniczego i skoncentrowanie na osiągnięciu celu krótko-okresowego, jakim w latach 2007–2008 stał się relatywnie niski poziom wskaźnika lewarowania⁶⁴.

Pozostaje jeszcze kwestia rady dyrektorów i zakresu nałożonych na nią obowiązków w obszarze systemu rachunkowości. Przypadek Lehman Brothers jest dowodem na to, że niektóre z odnoszących się do tej materii postulatów mogą wydawać się dyskusyjne. Trudno jednoznacznie orzec, czy dyrektorzy posiadający większe kompetencje zakresu finansów i bardziej angażujący się w sprawy spółki z większą dokładnością analizowaliby przedkładane im raporty finansowe. Można przypuszczać, że wykwalifikowany finansista indagowałby menedżerów o metody obniżania wskaźnika lewarowania przy tak niekorzystnych warunkach rynkowych. Z drugiej jednak strony należałoby się zastanowić, czy trzeba wymagać od członków rady aż takich kwalifikacji i czy powołanie niezależnego audytora nie powinno być wystarczającym gwarantem rzetelności rozliczeń. Jeśli założy się drugie z powyższych rozwiązań, to można wskazać na pewną słabość tak funkcjonującego systemu nadzoru – z jednej strony rada ma bowiem zapewnić uczciwość sprawozdań, z drugiej natomiast – jak pokazał kazus Lehman Brothers – nie posiada wystarczającego instrumentarium (w postaci kompetencji audytorów zewnętrznych), aby ten obowiązek wypełnić.

2.7. Skuteczność nadzoru zewnętrznego

2.7.1. Obowiązki nakładane przez U.S. Securities and Exchange Commission a rzeczywista ich realizacja przez bank Lehman Brothers

Przeprowadzony powyżej przegląd założeń oraz zakresu faktycznej implementacji reguł *corporate governance* dowodzi słabości wewnętrznych mechanizmów nadzorczych w banku Lehman Brothers. Jednak specyfika działalności podmiotów sektora finansowego wiąże się z istnieniem dodatkowych silnych zewnętrznych instytucji nadzoru. Aby uzyskać pełen

64 Wobec strat ponoszonych w tym czasie przez banki i dużej niepewności na rynkach finansowych analitycy przedstawiali często pogląd: „The income statement is the past. The balance sheet is the future” („Rachunek zysków i strat to przeszłość. Przyszłość tkwi w bilansie”), wyrażając tym samym swoje przekonanie, że kluczową informację o kondycji banku przedstawia struktura jego pozycji bilansowych, a nie osiągnięty wynik finansowy.

obraz środowiska nadzorczego, w jakim funkcjonował bank, niezbędne jest również rozważenie skuteczności funkcji kontrolnych sprawowanych przez inne niż rada i zarząd podmioty nadzorujące.

W latach 2003–2004 U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) rozpoczęła opracowywanie zbioru zasad regulujących nadzór nad amerykańskimi podmiotami rynku inwestycyjnego oraz ich filii. Zbiór ten miał być odpowiedzią na wydaną przez Unię Europejską dyrektywę (*European Union's Financial Conglomerates Directive*), która zobowiązywała konglomeraty finansowe działające na terenie Unii do poddania się nadzorowi wynikającemu z unijnych przepisów lub równoważnych przepisów międzynarodowych. W porozumieniu z przedstawicielami banków inwestycyjnych SEC sformułowała wytyczne spełniające postanowienia wspomnianej dyrektywy, tworząc tym samym podstawy programu nazywanego *Consolidated Supervised Entities Program* (CSE). Do programu tego, obok Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bear Stearns i Merrill Lynch, przystąpił również Lehman Brothers, poddając się tym samym licznym wymogom sprawozdawczym wyznaczonym przez reguły zawarte w CSE.

Komisja posiadała szerokie uprawnienia zakładające dostęp do informacji o operacjach i transakcjach przeprowadzanych przez podmioty, które przystąpiły do CSE, w szczególności natomiast do tych danych, które uznawała za niezbędne do oceny ryzyka finansowego i operacyjnego nadzorowanych banków. Oprócz tego, uczestnicy programu mieli obowiązek raportowania stopnia spełniania wymogów kapitałowych i innych kluczowych danych finansowych.

Uprawnienia SEC w zakresie dostępu do informacji o kondycji finansowej i polityce ryzyka banku, a także dodatkowe obowiązki sprawozdawcze wydawać by się mogły dostatecznym instrumentem wczesnego ostrzegania. Jednak i w tym obszarze nadzoru zaistniały nieprawidłowości, które doprowadziły do nadużyć i znacznego przekroczenia poziomu ryzyka dopuszczalnego w banku inwestycyjnym. Przyczyną takiego stanu rzeczy i wynikającej z niego nieefektywności zewnętrznego nadzoru było przyjęte przez SEC założenie, że jej zadaniem było jedynie monitorowanie sposobów oraz efektywności zarządzania ryzykiem i zagwarantowanie sygnalizowania zagrożeń najwyższemu kierownictwu Lehman Brothers. Przedstawiciele SEC nie czuli się natomiast zobowiązani do podważania decyzji władz banku odnoszących się do polityki zarządzania ryzykiem⁶⁵.

Taka polityka zewnętrznego nadzoru wyjaśnia, choć nie usprawiedliwia, ukierunkowanie starań menedżerów na poprawę poszczególnych wskaźników informujących o stopniu bezpieczeństwa działalności przy niemal całkowitym zaniechaniu dążenia do rzeczywistej poprawy stabil-

65 *Report of Anton R. Valukas*, s. 21–24.

ności banku. Jeśli zarówno inwestorzy, klienci, a nawet członkowie rady dyrektorów i regulatorzy zewnętrzni zainteresowani byli w głównej mierze poziomem wskaźników i miar ryzyka, a przy tym nie weryfikowali metod i mechanizmów, które pozwoliły na ich osiągnięcie – co więcej, jeśli spełnianie krótkookresowych założeń stanowiło jedno z podstawowych kryteriów przyznawania premii – to w zasadzie nie istniał mechanizm nadzoru, który wymuszałby na kierownictwie transparentność i przejrzystość osiąganych wyników lub działania ostrożnościowe.

Istnieją liczne przykłady ilustrujące brak starannej analizy ze strony zewnętrznych nadzorców informacji podawanych do publicznej wiadomości przez Lehman Brothers. Można by podnieść argument, że znacznie łatwiej dokonać oceny *post factum*, mając świadomość późniejszych kłopotów banku, dlatego w tym miejscu zostanie przywołany fragment analizy formularza 10-K za 2007 r.⁶⁶, którą niedługo po opublikowaniu tego dokumentu (a zatem przed wyjściem na jaw kłopotów banku) opublikował Warren Buffett, znany amerykański inwestor giełdowy. W. Buffett na własny użytek w celu podjęcia decyzji inwestycyjnych, zrobił na formularzu odręczne notatki⁶⁷, które później, już po upadku Lehman Brothers, udostępnił publicystom, obnażając tym samym słabość mechanizmów nadzoru zewnętrznego, nie przeprowadzającego – jego zdaniem – merytorycznej weryfikacji otrzymywanych danych.

Inwestor zwrócił m.in. uwagę na niewystarczające rezerwy płynnościowe (*liquidity pool funding*) utrzymywane przez bank w celu pokrycia przewidywanych wpływów środków pieniężnych w skrajnych warunkach otoczenia. Podkreślił, że Lehman Brothers, ustalając wysokość rezerwy, zakładał maksymalnie jednostopniową obniżkę swojego ratingu, co, jak pokazał przykład spółek Enron i Dynergy, które na początku dekady popadły w błędne koło obniżania ratingów na przemian z dramatycznym poszukiwaniem zastrzyków płynnościowych, mogło okazać się założeniem nad wyraz optymistycznym i niebezpiecznym.

Kolejnym ważnym elementem była metodologia wyliczania wskaźnika lewarowania netto. Nie chodzi w tym przypadku tylko o wątpliwą poprawność księgowania transakcji repo, lecz o konstrukcję samego ułamka przyjętą przez Lehman Brothers. W. Buffet nazywa ją oszukańczą, dowodząc, że Lehman, zaniżając rzeczywisty poziom zobowiązań i zawyżając poziom kapitału własnego, manipulował wartością wskaźnika lewarowania, sprawiając, że – po pierwsze – jego wartość nie odzwierciedlała fak-

66 Roczne sprawozdanie z działalności spółki przedkładane U.S. Securities and Exchange Commission.

67 Notatki Warrena Buffetta dostępne są na stronie: <http://www.riskoverreward.com/2009/12/mr-buffett-avoids-lehman-brothers.html> (dostęp 14.03.2013).

tycznej wielkości dźwigni, po drugie natomiast – była nieporównywalna z wartościami wskaźnika podawanymi przez konkurencję.

Ponadto, sprawozdanie finansowe Lehman Brothers nie odzwierciedlało w pełni jednej z zasad *Statement of Financial Accounting Standards*⁶⁸, zgodnie z którą bilans powinien uwzględniać wartość aktywów skorygowanych o zobowiązania wynikające z planu finansowego. Wprowadzenie tej reguły zwykle wiąże się ze znacznym podwyższeniem zobowiązań związanych z wypłacanymi przez bank świadczeniami emerytalnymi, których wysokość uzależniona jest od poziomu kapitałów własnych spółki. Według wyliczeń W. Buffeta, w przypadku Lehman Brothers, niedoszacowanie zobowiązań z tego tytułu wyniosło w 2007 r. około 210 mln USD.

Warto też zwrócić uwagę na strukturę portfolio banku, który szczycił się w swoim sprawozdaniu faktem zainicjowania sekurytyzacji m.in. wierzytelności z tytułu mieszkaniowych i komercyjnych kredytów hipotecznych na łączną kwotę ponad 100 mld dolarów. Lehman Brothers pełnił w ich przypadku rolę tzw. aranżera wyodrębniającego pakiet znajdujących się w jego posiadaniu aktywów finansowych reprezentujących prawa do płatności mających nastąpić w przyszłości lub tych, które dopiero powstaną w przyszłości⁶⁹. Zabezpieczenie spłaty wyodrębnionych wierzytelności stanowiły nieruchomości obciążone hipoteką, przy czym w przypadku kredytów komercyjnych i wyemitowanych w oparciu o nie *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS) były to nieruchomości przynoszące stały dochód – hotele, restauracje, centra handlowe, biurowce, natomiast przy kredytach mieszkaniowych stanowiących podstawę do emisji *Residual Mortgage Backed Securities* (RMBS) – nieruchomości nieprzynoszące właścicielom wpływów pieniężnych⁷⁰. CMBS i RMBS nazywano łącznie *Mortgage Backed Securities* (MBS) i nadmierną ich emisję dziś wskazuje się często jako jedną z głównych przyczyn upadku Lehman Brothers⁷¹. Opublikowane przez bank w 2007 r. sprawozdanie finansowe wskazujące tak wysoką emisję papierów MBS, w przypadku których już wówczas obserwowano znaczące zaległości płatowe, powinno wzbudzić zainteresowanie instytucji nadzorczych. Pozostawianie tych instrumentów w portfelu Lehman Brothers zwiększało ryzyko jego działalności, natomiast udostępnienie ich do obrotu na rynkach finansowych przyczyniało się do zachwiania bezpieczeństwa całego sektora.

68 *Statement of Financial Accounting Standards No. 158: Employers Accounting for Defined Benefit Pension and Other Postretirement Plans – an amendment of FASB Statements No. 87, 88, 106, and 132.*

69 A. Szelągowska (red.), *Współczesna...*, s. 41.

70 *Ibidem*, s. 103.

71 *Ibidem*, s. 348.

To zaledwie niewielka część problemów, do których odniósł się W. Buffet. Ponieważ niniejsza książka ma na celu ocenę skuteczności regulacji nadzorczych, a nie dogłębną analizę sprawozdania finansowego spółki, pozostałe uwagi zostały pominięte. Przedstawione powyżej spostrzeżenia wydają się być wystarczającym dowodem na brak dostatecznej merytorycznej oceny informacji przedkładanych przez banki do SEC. Należy założyć, że analitycy SEC mieli w omawianym okresie taką samą wiedzę o rynku finansowym, jaką dysponował cytowany inwestor giełdowy. A zatem brak uwag do sporządzonego przez Lehman Brothers sprawozdania dowodzi ich zaniedbań, a szerszym kontekście – niewystarczającej troski o stabilność sektora finansowego.

Do podobnych wniosków doszedł A.R. Valukas, jako kluczowy argument na potwierdzenie powyższej konstatacji przedstawiając fakt zaprzestania raportowania w upublicznianych przez Lehman Brothers dokumentach miary zwanej *risk appetite*. Pomimo, że podawanie jej nie jest obligatoryjne, Lehman do sierpnia 2007 r. każdorazowo informował SEC o poziomie akceptowanego przez siebie „apetytu na ryzyko” – wielkości istotnej z punktu widzenia zarządzania bezpieczeństwem banku. Począwszy od formularza 10-K za rok 2007, usunął jednak ze swoich raportów pozycję „inne miary ryzyka”, w której dotychczas regularnie zamieszczał dane dotyczące *risk appetite*. Biorąc pod uwagę spadek zaufania na rynku międzybankowym w drugiej połowie 2007 r., zaprzestanie informowania o akceptowanym przez bank ryzyku, nawet jeżeli informacja ta podawana była wcześniej dobrowolnie, powinno wzbudzić zainteresowanie nadzoru oraz uzasadnione w tym przypadku podejrzenia niebezpiecznego wzrostu tej wielkości. Znamienne jest jednak to, że pytania o przyczyny usunięcia z raportów informacji o „apetycie na ryzyko” padły po raz pierwszy dopiero podczas śledztwa prowadzonego po ogłoszeniu przez Lehman Brothers upadłości.

Przedstawione argumenty potwierdzają tezę o braku skuteczności zewnętrznego nadzoru i niedostatecznym zaangażowaniu regulatorów w dbałość o stabilizowanie sytuacji na rynkach finansowych. Dokonana w tym rozdziale analiza pozwala orzec, że spełnienie wymogów SEC w rzeczywistości ograniczało się do wykonania formalnych czynności w postaci terminowego złożenia stosownej dokumentacji. Wszelkie sygnały alarmowe uprawniające do indagowania władz banku o prowadzoną politykę ryzyka oraz ewentualnego podjęcia działań ostrożnościowych były przez regulatora konsekwentnie ignorowane. Jeśli weźmie się pod uwagę szeroki zakres uprawnień SEC (por. tabela 2) oraz dodatkowe prawa wynikające z programu CSE, to można założyć, że nawet w przypadku nieskutecznych mechanizmów nadzoru wewnętrznego to SEC przyjmie funkcję agenta stojącego na straży interesów właścicieli oraz deponentów i innych klientów banku.

Przykład Lehman Brothers pozwala zauważyć występujący często w podmiotach sektora bankowego problem nadmiernego zaufania do zewnętrznego nadzoru, który niejako „odciąża” rynek od obowiązków monitoringu i kontroli. Wydaje się to stanowić słabe ogniwo tzw. sieci bezpieczeństwa. Pomijając nawet kwestię zaniedbań ze strony Securities and Exchange Commission, należy zauważyć, że stopień skomplikowania transakcji zawieranych przez współczesne banki inwestycyjne i ograniczone w związku z tym możliwości ich regulacji i kontroli wydatnie osłabiają efektywność nadzoru zewnętrznego i powinny skłaniać uczestników rynku do monitorowania zakresu implementacji efektywnych modeli *corporate governance* koncentrujących się na relacjach i mechanizmach zachodzących wewnątrz spółki

2.7.2. Problematyka wiarygodności ocen nadawanych przez agencje ratingowe

Na gruncie rozważań o zewnętrznych instytucjach nadzoru korporacyjnego nie można pominąć istotnej roli odgrywanej przez agencje ratingowe. Stanowią one jeszcze jedno ogniwo sieci bezpieczeństwa, chociaż w odróżnieniu od opisanych wcześniej regulatorów państwowych nadzór przez nie sprawowany funkcjonuje w ramach i na zasadach mechanizmu rynkowego, odzwierciedlając tym samym wszystkie jego zalety, ale również i nieefektywności. Niemniej jednak przyjmuje się, że agencje ratingowe, jako profesjonalni uczestnicy rynku kapitałowego, dbają o przejrzystość informacyjną i konkurencyjność funkcjonujących na nim podmiotów. Natomiast analizy i oceny agencji wspomagają mają efektywne funkcjonowanie *corporate governance*, dając zarówno kierownictwu spółki, jak i inwestorom narzędzie pomocne do podejmowania właściwych decyzji biznesowych⁷². OECD wprost wskazuje, że „ramy nadzoru korporacyjnego powinny być uzupełnione efektywnym korzystaniem z analiz lub rad udzielanych przez analityków, maklerów, agencje ratingowe oraz inne instytucje, a odnoszących się do decyzji podejmowanych przez inwestorów, które to analizy i rady powinny być wolne od istotnych konfliktów interesów, które z kolei mogłyby zaszkodzić ich bezstronności”⁷³.

Kazus Lehman Brothers stanowi dowód na to, że agencje ratingowe nie sprostały w pełni nałożonym na nie zadaniom. Przyczyniły się do po-

72 E. Klepczarek, *The credibility of credit ratings*, „Knowledge Horizons – Economics” 2015, vol. 7, no. 3, Pro Universitaria, s. 33.

73 Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, Organizacja Współpracy gospodarczej i nadzoru, 2004, Zasada V, pkt F.

gorszenia sytuacji banku, oddziałując na co najmniej trzech obszarach – błędnie szacując ryzyko związane z instrumentami strukturyzowanymi, zbyt wolno reagując na pogarszającą się kondycję banku oraz – podobnie jak w przypadku SEC – nadmierną uwagę przykładając do określonych wskaźników przy niedostatecznej analizie metodyki ich wyliczania i pomijaniu innych istotnych informacji wynikających ze sprawozdań finansowych. Ponieważ kwestia modeli szacowania ryzyka związanego z rynkiem instrumentów pochodnych nie leży w obszarze zagadnień związanych z *corporate governance*, a problematyka analizy sprawozdań została opisana w poprzednim rozdziale, dalsza część rozdziału koncentrować się będzie na ratingach nadawanych Lehman Brothers w okresie poprzedzającym upadek i reakcjach poszczególnych agencji w odpowiedzi na ujawnianie kolejnych negatywnych informacji o kondycji banku.

Warto podkreślić, że chociaż zmiany regulacyjne wprowadzone w USA po upadku Enronu doprowadziły do wzrostu liczby akredytowanych agencji ratingowych, to w rzeczywistości rynek nadal pozostał skoncentrowany w rękach tzw. wielkiej trójki – Moody's, Standard&Poor's oraz Fitch⁷⁴. To z ich ocenami najbardziej liczyli się zarówno interesariusze zewnętrzni, jak i kierownictwo Lehman Brothers. Można nawet postawić tezę, że to właśnie od wysokości ratingów w znacznej mierze uzależniona była pozycja konkurencyjna banku, choć w założeniu rating miał tę pozycję jedynie odzwierciedlać. W przypadku banku inwestycyjnego obniżenie przez agencję oceny powoduje dramatyczny spadek popytu na akcje spółki i wzrost kosztu pozyskania kapitału. Część kontraktów, zwłaszcza tych związanych z instrumentami pochodnymi, zawiera wręcz bezpośredni zapis wprowadzający wymóg dodatkowego zabezpieczenia gotówkowego zobowiązań w przypadku obniżenia ratingu jednej ze stron⁷⁵.

Znaczenie ratingów było w przypadku Lehman Brothers tak duże, że, jak przyznał później podczas dochodzenia Richard Fuld, dążenie do podwyższenia oceny było główną przyczyną, dla której zdecydowano się na przeprowadzanie transakcji Repo 105/108. Obniżenie wskaźnika lewarowania, będącego jedną z najważniejszych miar porównywanych przez agencje ratingowe stało się priorytetem dla kierownictwa spółki, a przeprowadzanie wspomnianych transakcji było wówczas najmniej kosztowną, choć ryzykowną, metodą księgowego obniżania dźwigni i zwiększania konkurencyjności banku.

Pomimo stosowania przez Lehman Brothers operacji tymczasowo zmniejszających wskaźnik lewarowania, na koniec 2006 r. jego najwięk-

74 A. Golec, *Reformy agencji ratingowych – ocena głównych kierunków zmian*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny...*, s. 438.

75 E. Klepczarek, *The credibility...*, s. 34.

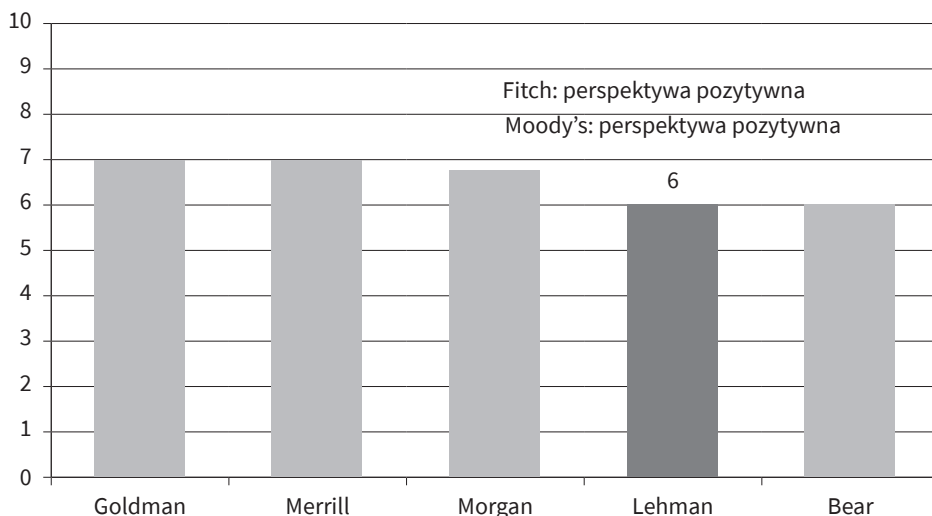
si konkurenci byli w większości lepiej oceniani przez agencje ratingowe (patrz tabela 10 i wykres 2). Niemniej jednak, różnice te nie były bardzo znaczące, a w przeprowadzonej przez agencję Moody's w grudniu 2006 r. analizie branży Lehman Brothers został oceniony najwyżej wśród pięciu liderów bankowości inwestycyjnej w tamtym okresie (tabela 11).

Tabela 10. Zakres ratingów nadawanych przez poszczególne agencje i ocena Lehman Brothers na koniec 2006 r.

Ocena	S&P	Fitch	Moody's
10	AAA	AAA	Aaa
9	AA+	AA+	Aa1
8	AA	AA	Aa2
7	AA-	AA-	Aa
6 (Rating LEH)	A+	A+	A1
5	A	A	A2
4	A-	A-	A3
3	BBB+	BBB+	Baa1
2	BBB	BBB	Baa2
1	BBB-	BBB-	Baa3

Źródło: Confidential Presentation to Lehman Brothers, Credit Ratings Strategy, March 1, 2007.

Wykres 2. Średni rating banków inwestycyjnych (luty 2007)



Źródło: Confidential Presentation to Lehman Brothers, Credit Ratings Strategy, March 1, 2007, s. 5.

Tabela 11. Ocena ilościowa branży – Moody's (grudzień 2006)

Czynnik	Waga czynnika (w %)	Goldman		Merrill		Morgan		Lehman		Bear	
		rating	ocena	rating	ocena	rating	ocena	rating	ocena	rating	ocena
Stabilność zysków	25	Aa3	21	Aa2	24	Aa3	21	Aa2	24	A1	21
Jakość zarządzania i kultura organizacyjna	20	Aa2	8	A1	6	A1	6	Aa2	8	A1	6
Siła franchisingu i dywersyfikacja	17	A1	6	A2	5	A2	5	A1	6	A3	4
Zarządzanie ryzykiem	12	Aaa	10	Aa2	8	Aa2	8	Aaa	10	Aa2	8
Środowisko operacyjne	10	Baa1	3	Baa1	3	Baa1	3	Baa1		Baa1	3
Płynność	8	A	5	Aa	8	A	5	A	5	A	5
Adekwatność kapitałowa	8	Baa	2	Baa	2	A	5	A	5	A	5
Wynik ogółem	100	6,5		6,1		6,0		6,9		5,5	
Bieżąca ocena		Aa3		A1		A1		Aa3		A1	
Rating (stan na XII 2006)		Aa3		Aa3		Aa3		A1		A1	

 – rating zawyżony w porównaniu z bieżącą oceną branżową

 – rating zaniżony w porównaniu z bieżącą oceną branżową

Źródło: Confidential Presentation...

Na podstawie przeprowadzonych powyżej rozważań nad funkcjonowaniem mechanizmów nadzoru korporacyjnego w Lehman Brothers daleko posunięte wątpliwości budzić mogą trzy najlepiej ocenione przez Moody's obszary działalności tego podmiotu. Otóż, według analityków agencji ratingowej, zarządzanie ryzykiem prezentowało w Lehman Brothers najwyższy poziom, bardzo wysoko oceniono również stabilność zysków oraz jakość i kulturę zarządzania. Wydaje się, że przedstawione wcześniej analizy dotyczące niewystarczających kompetencji oraz braku niezależności członków rady, źle skonstruowanych systemów płacowych premiujących krótkookresowe cele oraz braku przejrzystości sprawozdań

finansowych dostatecznie dowodzą istotnych uchybień na wszystkich ocenianych przez Moody's płaszczyznach i w znacznym stopniu poddają w wątpliwość rzetelność dokonanej oceny⁷⁶.

Kolejnym ważnym zarzutem skierowanym w stronę agencji ratingowych jest ich zbyt wolne reagowanie na pojawiające się symptomy problemów ocenianego podmiotu. Agencje odpierają ten zarzut, swoją „bezwładność” w zmianie ratingu, argumentując stosowaniem tzw. metodologii „ponad cyklem” (*through-the cycle methodology*), która w założeniu ma wskazywać ewentualne prawdopodobieństwo bankructwa w dłuższym horyzoncie czasowym, bez uwzględniania przejściowych zawirowań będących skutkiem cykli koniunkturalnych⁷⁷. Szczegóły tej metodologii stanowią tajemnicę agencji i nie zostały upublicznione. Wiadomo jednak, że to w oparciu o nią ratingi miały być aktualizowane tylko wtedy, kiedy agencyjni analitycy dochodzili do wniosku, że obserwowane zmiany w zakresie ryzyka danego podmiotu mają trwały charakter.

Bardzo trudno jest jednak w praktyce rozsądzić o trwałości zmian kondycji ocenianej spółki. Jedną z metod stosowanych w tym obszarze przez agencje ratingowe jest oparcie ocen na tzw. *stress-testach* i badanie sytuacji spółki przy założeniu zaistnienia niekorzystnych zmian w otoczeniu gospodarczym. Jeśli za każdym razem dany podmiot będzie oceniany przy uwzględnieniu wystąpienia takich samych negatywnych okoliczności, rating będzie niejako niezależny od rzeczywistych wahań koniunktury⁷⁸. Należy zauważyć, że metodologia *through-the cycle* wprowadzie stabilizuje system nadawania ratingów, obniżając jednak jednocześnie ich zdolność do właściwego i bieżącego szacowania prawdopodobieństwa niewypłacalności emitenta⁷⁹.

Biorąc pod uwagę publikowane przez Komitet Bazylejski dane dotyczące zaległości płatowych z tytułu instrumentów pochodnych opartych na kredytach hipotecznych⁸⁰, należy przyjąć, że turbulencje na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych można było zaobserwować już w 2006 r.⁸¹ Zawirowania te pogłębiły się znacznie rok później w wyniku ujawnienia kłopotów Bearn Stearns, IKB Deutsche Industriebank, Sach-

76 E. Klepczarek, *The credibility...*, s. 34.

77 A. Golec, *Reformy...*, s. 446.

78 E.I. Altman, H.A. Rijnken, *How rating agencies achieve rating stability*, Working Paper Series Credit&Debt Markets Research Group, Salomon Center for the Study of Financial Institutions, December 2003, s. 4.

79 G. Löffler, *An anatomy of rating through-the-cycle*, „Journal of Banking and Finance” 2004, vol. 28, s. 697.

80 Więcej na ten temat: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0806u.htm (dostęp 25.05.2011).

81 E. Klepczarek, *The credibility...*, s. 36.

sem LB i West LB. Dlatego zaskakujące wydaje się być utrzymywanie wysokich ratingów banku Lehman Brothers, którego ujawniona w sprawozdaniu finansowym ekspozycja na rynek derywatów w listopadzie 2006 r. sięgała niemal 7 mld USD⁸². Warto podkreślić, że chociaż dokładna faktyczna wartość portfela instrumentów pochodnych z okresu przed bankructwem nie została podana do wiadomości, to jednak wiadomo, że globalne portfolio derywatów Lehman Brothers szacuje się na 35 bln USD (wartość nominalna, *notional value*), co stanowi około 5% wszystkich transakcji instrumentami pochodnymi na świecie⁸³. Tymczasem tak wysoce ryzykowny portfel omawianego banku wzbudził zainteresowanie agencji ratingowych dopiero w marcu 2008 r. Wówczas Moody's, Standard&Poor's i Fitch stopniowo obniżały perspektywy, a potem ratingi Lehman Brothers, uzasadniając swoje decyzje przede wszystkim niepokojącą strukturą portfolio i niewłaściwym zarządzaniem ryzykiem banku (schemat 5).

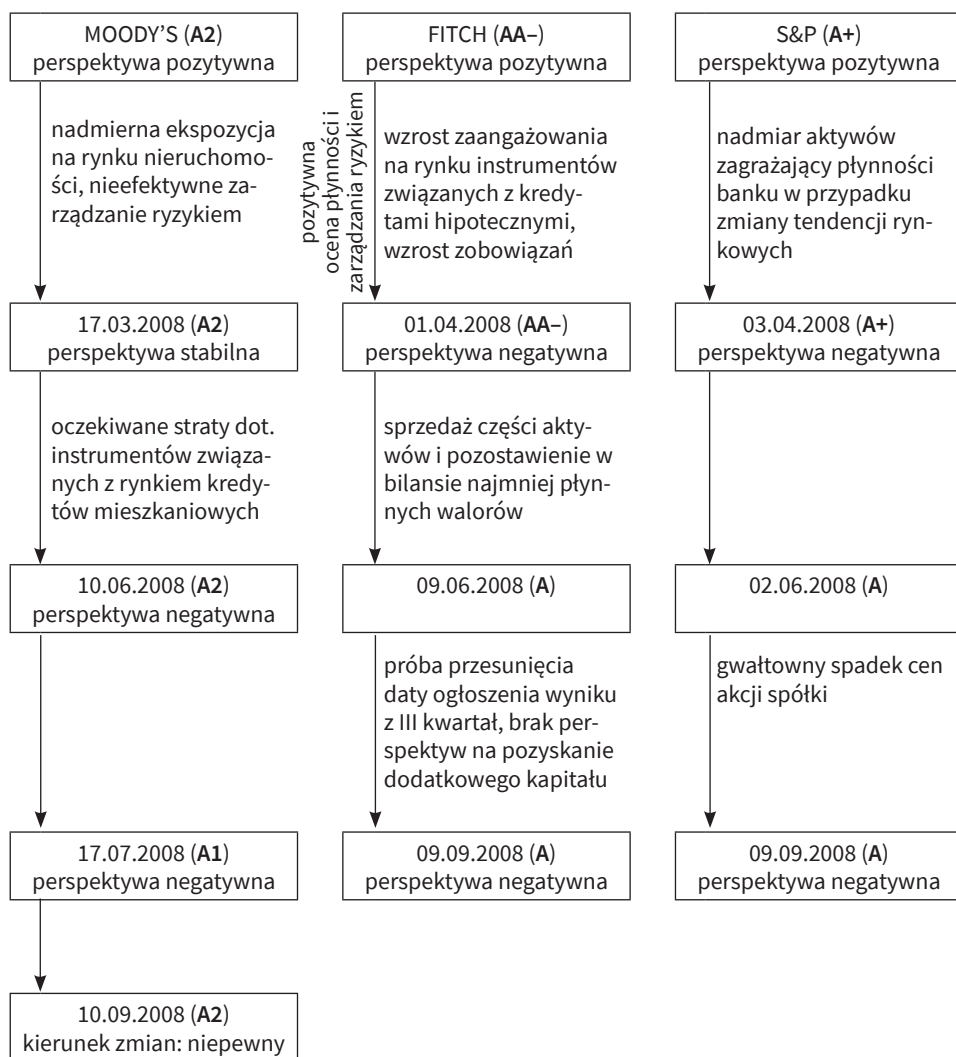
Oprócz spóźnionych reakcji ze strony agencji ratingowych zwraca również uwagę fakt, że na kilka dni przed ogłoszeniem upadłości Lehman Brothers wciąż miał stosunkowo wysokie notowania (A2, A i A). Jeśli zatem odnieść to spostrzeżenie do cytowanego wcześniej zalecenia OECD dotyczącego uzupełniania ram nadzoru korporacyjnego poprzez efektywne korzystanie z analiz agencji ratingowych, to w tej sytuacji nie dziwi fakt nadmiernego optymizmu i skłonności do ryzykownych decyzji dyrektorów i menedżerów spółki. Jeden z mechanizmów systemu wczesnego ostrzegania, jakim w modelowym założeniu miały być oceny nadawane przez agencje ratingowe, w przypadku Lehman Brothers zawiodł, dołączając tym samym do zbioru elementów, które przyczyniły się do upadku spółki.

Analiza zagadnienia agencji ratingowych zwraca jeszcze uwagę na dodatkowy problem, jakim jest pewnego rodzaju sprzężenie zwrotne w relacji: wysokość ratingu a kondycja ocenianego podmiotu. Jak wynikało z kalkulacji przedłożonych przez kierownictwo w lipcu 2008 r. na zebraniu rady dyrektorów, kolejne obniżki ratingów o maksymalnie dwa stopnie kosztowałyby bank od 1,1 do 3,9 mld USD dodatkowych zabezpieczeń⁸⁴. Co więcej, wiceprezes agencji Moody's, ogłaszając we wrześniu 2008 r. obniżenie ratingu Lehman Brothers do poziomu A2, zaznaczył, że kluczową kwestią wpływającą na wysokość oceny będzie dla LB umiejętność znalezienia silniejszego strategicznego partnera. Kierownictwo banku

82 UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Form 10-K..., s. 105.

83 K. Summe, *An Examination of Lehman Brothers' Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made Any Difference*, Draft April 2011, s. 2.

84 *Report of Anton R. Valukas*, s. 10.

Schemat 5. Reakcja agencji ratingowych na pogarszającą się sytuację Lehman Brothers

Źródło: E. Klepczarek, *The credibility of credit ratings*, „Knowledge Horizons – Economics” 2015, vol. 7, no. 3, Pro Universitaria, s. 37.

podnosiło później podczas dochodzenia, że wygłaszając taką opinię, Moody's zamknęła Lehman w potrzasku, ograniczając liczbę możliwych do podjęcia kolejnych kroków⁸⁵. Richard Fuld oświadczył, że agencje oczekiwały od spółki znalezienia partnera w przeciągu tygodnia, jako ultimatum wskazując kolejne obniżenie oceny wiarygodności. Biorąc po-

85 *Ibidem*, s. 11.

wyższe pod uwagę, można zatem zastanawiać się, na ile rada dyrektorów i kierownicy Lehman Brothers podejmowali w tej sytuacji optymalne dla spółki decyzje, na ile natomiast działali pod presją agencji ratingowych. Można również na ten problem spojrzeć z szerszej perspektywy i rozważyć, jak silna jest pozycja agencji w kreowaniu wizerunku spółki wśród uczestników rynku.

Powyższe analizy wskazują, że ratingi mają bardzo istotne znaczenie, które w przypadku Lehman Brothers wydawało się nawet przewyższać znaczenie właściwego zarządzania ryzykiem banku. Kierownictwo podejmowało szereg działań, mając na uwadze przede wszystkim wysokość ratingu przy ignorowaniu kwestii długookresowego bezpieczeństwa, która w założeniu stanowić powinna punkt wyjścia do dokonania rzetelnej oceny.

Podsumowując, można wskazać na liczne nieprawidłowości w funkcjonowaniu agencji ratingowych. Formalne założenia odnoszące się do dbania o przejrzystość informacyjną i wsparcie mechanizmów nadzoru korporacyjnego nie znajdują potwierdzenia w rzeczywistości gospodarczej. Uprawniony nawet wydaje się być osąd, że działalność agencji w tym przypadku, zamiast wspierać, dodatkowo zakłócała funkcjonowanie wewnętrznych mechanizmów *corporate governance* poprzez nadmierny optymizm i opóźnione sygnalizowanie nieprawidłowości oraz koncentrację kierownictwa na ocenianych wskaźnikach, nawet kosztem zachwiania długookresowej stabilności banku.

Rozdział 3

Efektywność zarządzania ryzykiem w świetle przeprowadzonej analizy procesów nadzorczych

3.1. Zakres działalności banku, rodzaje przeprowadzanych transakcji, struktura portfolio

Skuteczne zarządzanie ryzykiem banku inwestycyjnego uwarunkowane jest skoordynowanym funkcjonowaniem dwóch obszarów – metod kalkulacji ryzyka związanego z przeprowadzanymi operacjami oraz mechanizmów nadzoru korporacyjnego, które zapewniają przestrzeganie określonych norm ostrożnościowych zgodnych z długookresową strategią banku. Im bardziej rozbudowana i skomplikowana jest struktura określonego podmiotu, tym trudniejsze staje się prawidłowe funkcjonowanie tych dwóch mechanizmów¹.

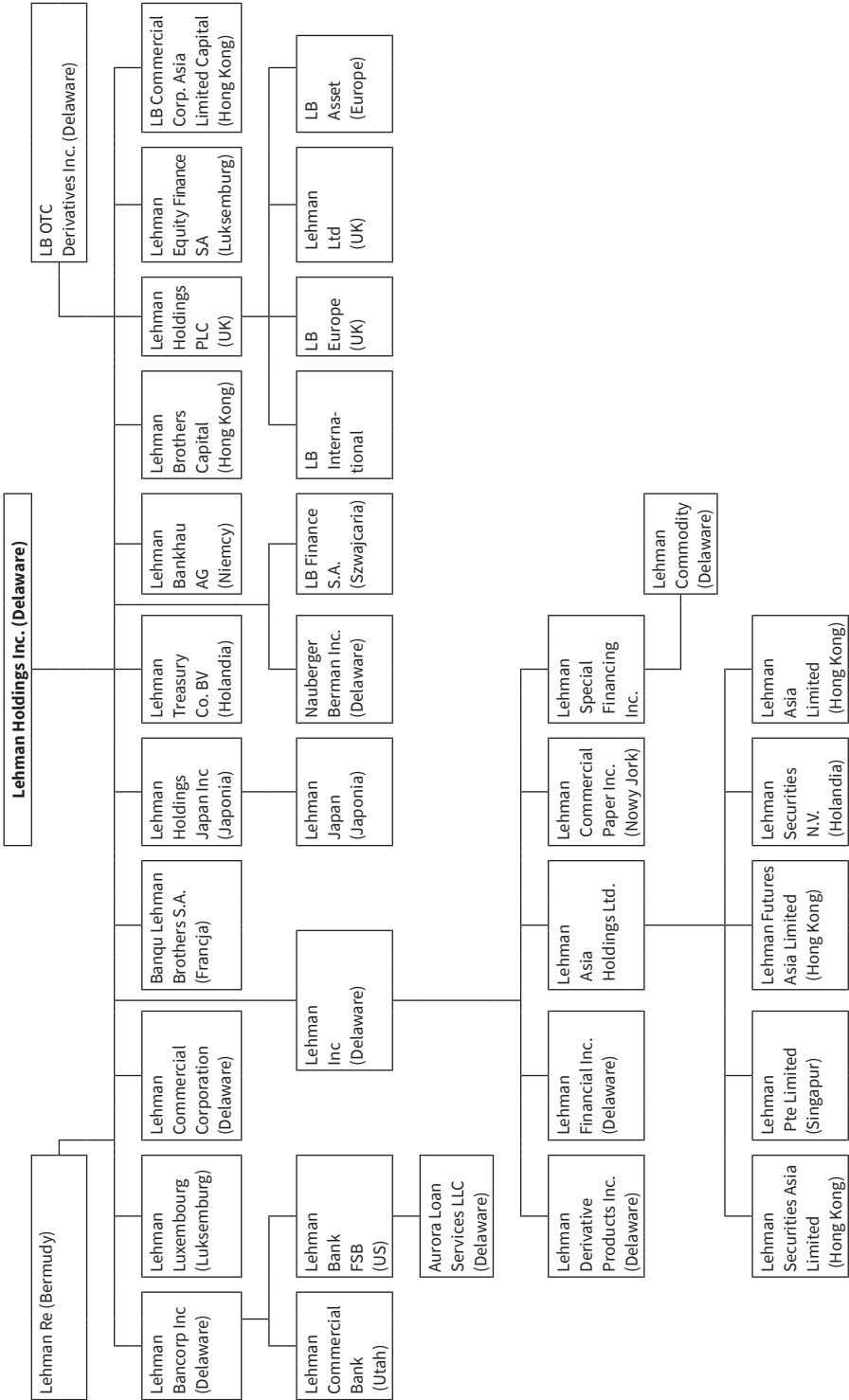
Znaczny stopień skomplikowania struktury grupy Lehman Brothers można z pewnością uznać za jeden z czynników utrudniających zsynchronizowanie działań w zakresie zarządzania ryzykiem². Zarówno w kontekście dywersyfikacji terytorialnej, jak i biznesowej podmioty powiązane ze spółką macierzystą tworzyły system zależności utrudniający całościową ocenę, wskazanie i kalkulację wszystkich czynników ryzyka czy wreszcie efektywny nadzór i kontrolę. Jak zobrazowano na schemacie 6, Lehman Brothers działał w każdym z segmentów współczesnej bankowości inwestycyjnej, posiadając filie i oddziały niemal na całym świecie.

Jednakże to nie szeroki zasięg terytorialny oraz skomplikowana struktura powiązań pomiędzy podmiotami zależnymi wydają się być elementami

1 E. Klepczarek, *Źródła ryzyka w działalności banku inwestycyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 8, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 116.

2 *Ibidem*, s. 122.

Schemat 6. Spółki zależne od Lehman Holdings Inc.



Źródło: Lehman Brothers Compan Overview, Third Quarter 2007, Confidential Treatment Requested by Lehman Brothers Holdings, Inc., s. 1.

newralgicznymi z punktu widzenia zarządzania bezpieczeństwem. Większą rolę ogrywają relacje wewnątrz poszczególnych jednostek tworzące model *governance*, który to stanowi punkt wyjścia do rozważań o przyczynach braku wystarczającej kontroli nad ryzykiem.

Działalność oferującego pełen zakres usług inwestycyjnych banku, jakim był Lehman Brothers, zogniskowana jest wokół trzech filarów – podejmowania ryzyka, zarządzania ryzykiem i kontroli operacyjnej³. Warunkiem prawidłowego funkcjonowania instytucji jest właściwe skoordynowanie wymienionych obszarów, choć silna konkurencja na rynku usług finansowych wymusza często skoncentrowanie kierownictwa na pierwszym z nich. Bezpośrednim odzwierciedleniem opisanych kategorii jest obowiązująca na Wall Street klasyfikacja operacji na tzw. działania *front office* (trading, pozostałe usługi bankowości inwestycyjnej, zbieranie informacji), *middle office* (codzienna kalkulacja ryzyka, zarządzanie, raportowanie rozmiarów transakcji obciążonych ryzykiem na poziomie jednostki, regionu, kraju i w całym zasięgu oddziaływania banku) oraz *back office* (księgowość, sprawozdawczość finansowa, potwierdzanie transakcji, audyt i nadzór nad przestrzeganiem procedur). To, jak wymienione obszary współdziałają ze sobą, oraz jakie miejsca zajmują w hierarchii ważności pozwala określić sposób zarządzania i kontroli w zakresie podejmowanego przez określony bank ryzyka⁴.

W działalność banku inwestycyjnego niejako wpisany jest konflikt pomiędzy traderami⁵ i grupą tych menedżerów, którzy premiiowani są za przeprowadzanie ryzykownych operacji, a kierownictwem odpowiedzialnym za przestrzeganie limitów ryzyka i ochronę banku przed nadmiernym narażaniem na straty⁶. Charakterystyczne jest również to, że przedstawicielom pierwszej grupy wypłaca się zwykle wysokie premie od wypracowanego zysku, natomiast druga grupa nie jest dodatkowo nagradzana za ochronę przed stratami. Wypłaty dla traderów stanowią zatem rodzaj pozytywnych bodźców zachęcających ich do podejmowania coraz bardziej ryzykownych decyzji, podczas gdy w stosunku do menedżerów odpowiedzialnych za ryzyko stosowana jest motywacja negatywna w postaci groźby utraty stanowiska w przypadku niedostatecznych działań prewencyjnych. Często też władze banku utożsamiają działalność *middle office* i *back office* jako obszary generowania kosztów ograniczające możliwość osiągnięcia ponadnormalnych zysków.

3 *Ibidem*.

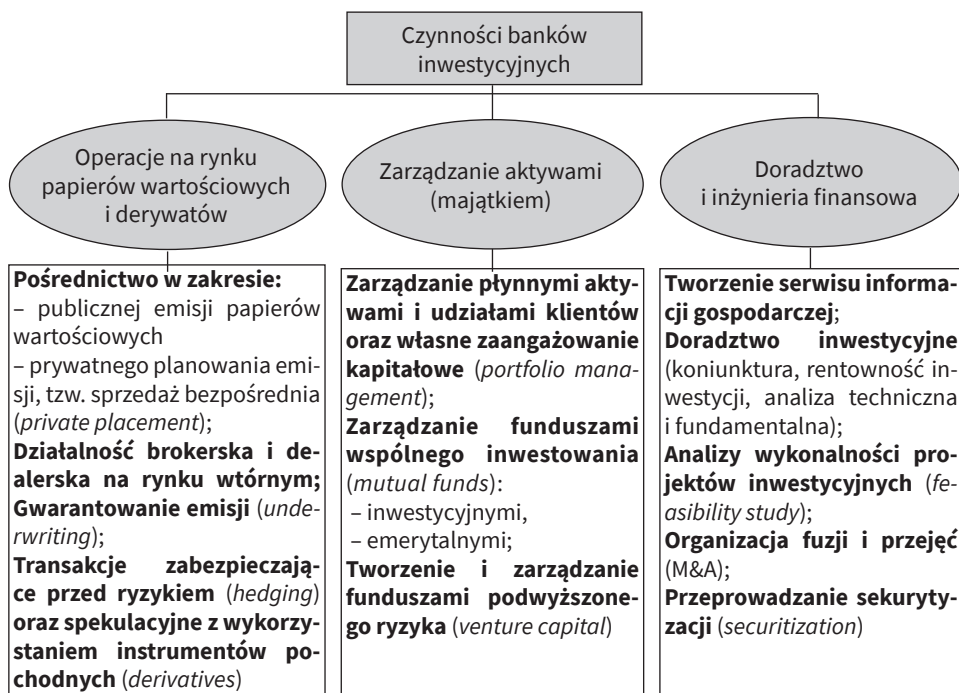
4 M.T. Williams, *Uncontrolled Risk. The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, Mc Graw Hill, 2010, s. 50.

5 Trader (brak polskiego odpowiednika) – osoba dokonująca na giełdzie transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, działająca zwykle w charakterze agenta, przedstawiciela funduszu hedgingowego, arbitrażysty lub spekulanta.

6 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 117.

Podstawową rolą banków inwestycyjnych jest organizowanie przepływu kapitału od podmiotów posiadających jego nadwyżki do tych, które go potrzebują poprzez wprowadzenie do obrotu na rynku finansowym walerów udziałowych i dłużnych oraz gwarantowanie emisji⁷. Banki inwestycyjne zwykle nie są partnerami transakcji, lecz jej inicjatorami, realizatorami i często również doradcami w transakcjach między bezpośrednio zainteresowanymi stronami⁸. W tym segmencie usług finansowych zaznacza się zatem wyraźna orientacja na rynek finansowy i papiery wartościowe oraz na przedsiębiorstwa, instytucje publiczne oraz zamożne osoby prywatne jako podstawowe grupy klientów. Działalność banku inwestycyjnego, z której czerpie on dochody, podzielić można na trzy podstawowe dziedziny – operacje na rynku papierów wartościowych i derywatów, zarządzanie aktywami oraz doradztwo i inżynierię finansową (schemat 7).

Schemat 7. Czynności banków inwestycyjnych w układzie przedmiotowym



Źródło: A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2009, s. 28, za: E. Klepczarek, *Źródła ryzyka w działalności banku inwestycyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 8, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 118.

7 A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2009, s. 26.

8 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 117–118.

Na schemacie 7 przedstawiono podstawowe czynności banku w poszczególnych segmentach usług finansowych. Można na jego podstawie wnioskować o mnogości ról, w jakich występują tego rodzaju podmioty. Na rynku pierwotnym jest to zwykle rola pośrednika pomiędzy emitentem a inwestorem przy jednoczesnym przejmowaniu odpowiedzialności za uplasowanie emisji na rynku. Ponadto, banki inwestycyjne są często doradcami w zakresie transakcji papierami wartościowymi, a także dystrybutorami emitowanych walorów, nierzadko przejmującymi na siebie ryzyko powodzenia emisji. Na rynku wtórnym tego rodzaju podmioty pełnią natomiast rolę dealerów i brokerów. W ramach działalności brokerskiej na zlecenie klientów-inwestorów realizują zlecenia dotyczące obrotu papierami wartościowymi, a jako dealerzy banki same stają się stronami transakcji kupna i sprzedaży określonych walorów⁹.

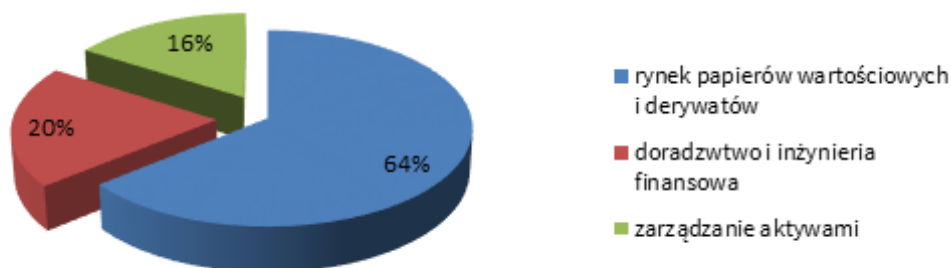
Ponadto, banki inwestycyjne działają w obszarze doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania majątkiem i portfelem zamożnych klientów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych. Zakres oferowanych przez nie czynności obejmuje pomoc przy podejmowaniu decyzji oraz formułowanie zaleceń dotyczących zarządzania majątkiem. Z kolei zarządzanie majątkiem sprowadza się zwykle do podejmowania subiektywnych decyzji portfelowych przez bank, a następnie ich realizacji na podstawie udzielonego przez klienta pełnomocnictwa. Usługi doradztwa obejmują również segment fuzji i przejęć (*mergers & acquisitions*, M&A), w ramach którego banki pomagają w podjęciu decyzji dotyczących kupna lub sprzedaży, strategii oraz ochrony przed wrogimi przejęciami. Oprócz tego, usługi doradcze mogą być ukierunkowane na rozwój innowacyjnych form finansowania, polegających w głównej mierze na rozbiciu tradycyjnych instrumentów na komponenty, a następnie ich sekurytyzacji pozwalającej na zredukowanie ryzyka działalności klienta¹⁰.

Lehman Brothers prowadził działalność we wszystkich wymienionych dziedzinach. W latach poprzedzających jego upadek największe dochody generował w segmencie najbardziej ryzykownym, jakim były operacje na rynku papierów wartościowych i derywatów (wykres 3). Już na tym etapie rozważań można zatem postawić tezę, że stopień zróżnicowania podejmowanych przez ten bank czynności oraz znaczące zaangażowanie w operacje obciążone dużym ryzykiem implikowały konieczność spełniania wysokich standardów nadzoru korporacyjnego, które zapewniłyby przestrzeganie określonych norm ostrożnościowych.

9 *Ibidem*, s. 118–119.

10 A. Szelągowska (red.), *Współczesna...*, s. 28–29.

Wykres 3. Udział dochodów z poszczególnych segmentów usług finansowych w całkowitym zysku Lehman Brothers (rok 2007)



Źródło: Lehman Brothers Holdings Inc, Registration Document, 28 August 2008, s. 48.

Biorąc pod uwagę fakt generowania przez Lehman Brothers znaczącej części zysków z operacji na rynkach papierów wartościowych i derywatów, warto dokładniej przyjrzeć się instrumentom, które stanowią przedmiot wymienionych transakcji. Te produkty współczesnej inżynierii finansowej wskazywane są często jako jedna z głównych przyczyn zarówno kryzysu, jak i upadku grupy Lehman. Dlatego też ogólna ocena zagrożeń związanych z instrumentami pochodnymi jest niezbędna przy próbie usystematyzowania informacji dotyczących zarządzania ryzykiem w badanym banku i ostatecznego wskazania błędów w tym obszarze wynikających z nieefektywnego działania mechanizmów *corporate governance*.

Rozwojowi nowych produktów inżynierii finansowej w USA sprzyjały zmiany w prawodawstwie z zakresu bankowości¹¹. Początki sekurytyzacji sięgają lat 80., kiedy to Salomon Brothers, First Boston i sponsorowane przez rząd amerykański spółki rozpoczęły emitowanie Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) – papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi udzielanymi osobom fizycznym na cele mieszkaniowe. Bank inwestycyjny może pełnić w procesie sekurytyzacji wiele ról – może być jej inicjatorem, organizatorem sekurytyzacji w innych podmiotach, organizatorem emisji papierów wartościowych, kapitałodawcą, gwarantem wyemitowanych papierów wartościowych lub ich ostatecznym nabywcą¹². Lehman Brothers był najczęściej gwarantem sekurytyzacji zabezpieczającym powodzenie emisji papierów lub jej wykup. Począwszy od 2004 r. był liderem wśród gwarantów RMBS na rynku amerykańskim.

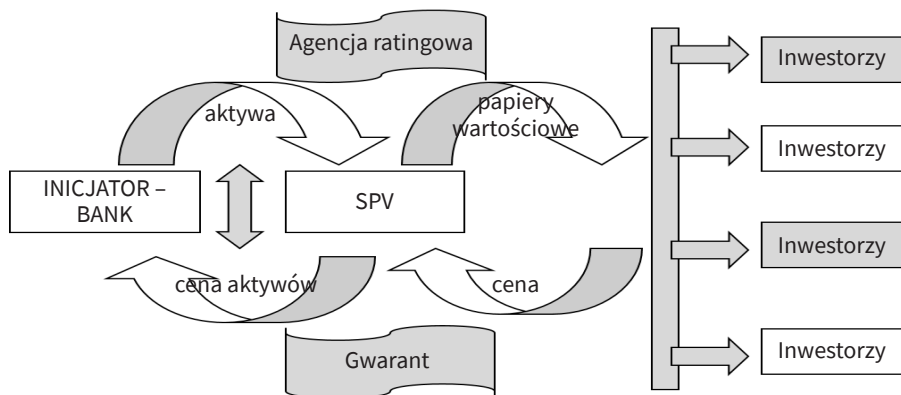
¹¹ E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 119.

¹² A. Gospodarowicz (red.), *Innowacje w operacjach bankowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 132.

Konsekwencją gwarantowania tego rodzaju walorów było przejście ryzyka, które wcześniej dotyczyło podmiotu bezpośrednio udzielającego kredytu hipotecznego. Warto zwrócić uwagę, że proces sekurytyzacji sprawiał, że waga decyzji kredytowych, wiążących uprzednio kredytodawcę i kredytobiorcę na okres około 30 lat, wydatnie się zmniejszyła. Bank hipoteczny pozbywał się udzielonych kredytów, transferując tym samym ryzyko na gwaranta, którym w omawianych przypadkach był Lehman Brothers.

Banki inwestycyjne pełniły również rolę gwarantów emisji instrumentów zwanych Asset-Backed Securities (ABS), będących papierami wartościowymi opartymi na innych niż kredyty hipoteczne aktywach¹³. W przypadku emitowania ABS powoływano najczęściej dodatkowy podmiot, tzw. Special Purpose Vehicle (SPV), do którego bank przenosił wyodrębnioną ze swojego majątku określoną pulę aktywów (schemat 8). SPV natomiast finansował ich nabycie poprzez emisję certyfikatów funduszu, w jaki się przekształcał, nadając tym samym nabywcom certyfikatów prawo własności sekurytyzowanych aktywów¹⁴. Innym rozwiązaniem była emisja i następnie obsługa przez SPV wyemitowanych instrumentów dłużnych. ABS emitowano w transzach zróżnicowanych ze względu na wysokość odsetek i jakość zabezpieczenia.

Schemat 8. Sekurytyzacja instrumentów ABS



Źródło: M. Thlon, *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, „eFinanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy”, s. 9, <http://www.e-finanse.com/article.php?art=112> (dostęp 30.03.2013).

13 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 120.

14 E. Głogowski, M. Muench, *Nowe Usługi Finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 273–274.

Bank Lehman Brothers nie tylko gwarantował emisję papierów wartościowych, lecz występował również w roli inicjatora, zwłaszcza opartych na długu instrumentów typu Collateralized Debt Obligations (CDO), do których zalicza się zwykle Collateralized Loan Obligations (CLO), Collateralized Bonds Obligations (CBO), Collateralized Mortgage Obligations (CMO) oraz Credit-Linked Notes (CLN). Budując tego rodzaju obligacje za pomocą utworzonych przez siebie spółek celowych (SPV), bank inwestycyjny kupował aktywa (kredyty, ABS, RMBS, CDS) od innych podmiotów, dokonywał przegrupowania zabezpieczeń, a następnie tworzył na ich podstawie papiery wartościowe, które w najprostszym wariancie emitowane były w trzech transzach: *senior*, *mezzaine* i *equity*¹⁵. W razie zaistnienia strat w całym portfelu CDO ponosili je najpierw inwestorzy, którzy mieli prawo do dochodu z tytułu posiadania transz *equity*, następnie inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *mezzanine*, dopiero ostatecznie ryzyko spadało na nabywców praw do dochodu z transz *senior*¹⁶. Rozróżnienia transz dokonywano na podstawie oceny agencji ratingowych, jednak, czego dowodzi wykres 4, porównujący ratingi instrumentów CDO i zabezpieczeń, na których były oparte, oceny agencji również w tym obszarze były mocno przeszacowane. Ich atrakcyjność podnosił dodatkowo fakt, że płatności kredytów bazowych nie występowały jednocześnie z obsługą papierów, lecz były zatrzymywane w SPV, stanowiąc specyficzną formę przedpłaty¹⁷.

Kolejną grupą instrumentów, w obrót którymi silnie zaangażowany był Lehman Brothers, stanowiły swapy kredytowe – *Credit Default Swaps* (CDS), czyli transakcje, w przypadku których wystawca zobowiązuje się wypłacić nabywcy określoną w umowie kwotę rekompensaty w przypadku zajścia zdarzenia kredytowego dotyczącego strony trzeciej, tzw. podmiotu referencyjnego, w zamian otrzymując premię¹⁸. Takim zdarzeniem może być ogłoszenie upadłości podmiotu referencyjnego czy określona w umowie zmiana wiarygodności. Bardzo ważnym jest to, że wystawienie CDS obliguje emitenta do posiadania zabezpieczenia o wartości uzależnionej od rodzaju wiarygodności i jego ratingu kredytowego. A zatem

15 W miarę rozwoju inżynierii finansowej dochodziło do emisji podzielonej nawet na 50 transz.

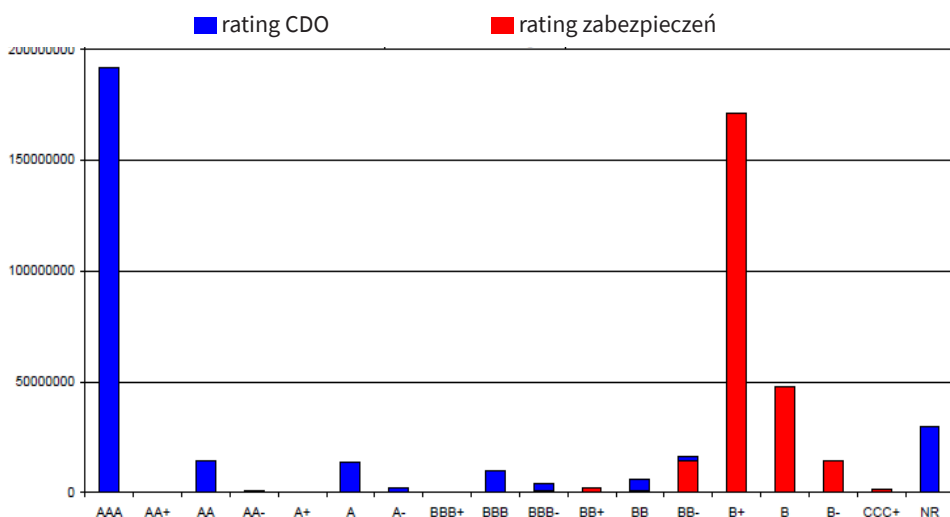
16 M. Thlon, *Proces Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, „eFinanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy”, s. 10, <http://www.e-finance.com/article.php?art=112> (dostęp 30.03.2013).

17 J. Cichorska, *Sekurytyzacja – nowatorska forma finansowania przedsiębiorstw*, [w:] R.N. Hanisz (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw*, Wyższa szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006, s. 28.

18 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 122.

obniżenie tego ratingu implikuje gwałtowny wzrost wymaganej wartości zabezpieczenia. Taka sytuacja zaistniała w okresie bezpośrednio poprzedzającym upadek Lehman Brothers.

Wykres 4. Porównanie ratingów CDO i zabezpieczeń, na których bazowały



Źródło: P. Wissen, *The Financial Crisis*, presentation for Stockholm School of Economics, October 4, 2012, s. 27.

W portfolio Lehman Brothers znajdowało się jeszcze szereg innych egzotycznych instrumentów finansowych, takich jak syntetyczne CDO, Basket Default Swaps, opcje kredytowe czy produkty hybrydowe, których konstrukcja opierała się w głównej mierze na CDS oraz CDO. Warto zauważyć, że tego rodzaju instrumenty znajdowały się w portfelach innych banków na całym świecie. Główni konkurenci Lehman Brothers obracali identycznymi walorami i, choć wiele z nich miało problemy z płynnością i wymagało wsparcia ze strony Rezerwy Federalnej, to jednak przetrwały one kryzys i pomimo przejściowych trudności kontynuowały działalność. Można więc przypuszczać, że w Lehman Brothers zadziałały dodatkowe mechanizmy, które pozwoliły na bardziej liberalne podejście do kwestii ryzyka i skłoniły decydentów do odważniejszych posunięć oraz dopuściły do istotnych zaniechań w zakresie monitorowania stabilności banku. W kontekście przeprowadzonej w książce analizy funkcjonowania standardów nadzorczych należy postawić tezę o nieefektywnym zarządzaniu ryzykiem, wynikającym m.in. z marginalizacji działań *middle* i *back office* oraz braku istnienia skutecznych mechanizmów nadzorczych wymuszających realizację długookresowej strategii stabilnego rozwoju.

3.2. Podstawowe miary ryzyka stosowane w Lehman Brothers

3.2.1. Value at Risk (VaR)

Lehman Brothers raportował stopień podejmowanego ryzyka za pomocą różnych wskaźników. Jednym z najczęściej używanych była wartość Value at Risk (VaR) informująca o potencjalnym nominalnym poziomie strat. Miara ta uznawana jest za najbardziej zrozumiałą dla kierowników wszystkich szczebli zarządzania, z czego m.in. wynika powszechne jej stosowanie zarówno w upublicznianej, jak i wewnętrznej sprawozdawczości banku.

Value at Risk definiuje się zwykle jako taką stratę wartości rynkowej, której prawdopodobieństwo osiągnięcia lub przekroczenia w danym okresie jest równe zadanemu poziomowi tolerancji¹⁹. Najczęściej szacuje się utratę wartości firmy lub portfela aktywów w przypadku pojawienia się ryzyka dla założonego prawdopodobieństwa jego realizacji. Kalkulując VaR, bierze się pod uwagę ryzyko związane z nieoczekiwanymi zmianami cen na rynku. Zmiany oczekiwane opisywane są przez modele uwzględniające ich stochastyczny charakter, natomiast zmiany nieoczekiwane przewiduje się na podstawie obserwacji historycznych szeregów czasowych.

Lehman Brothers posługiwał się dwiema metodami oszacowań VaR – jedną stosował na potrzeby raportowania wewnętrznego, drugą podawał w sprawozdaniach podawanych do publicznej wiadomości. W przypadku pierwszej z metod szacowano potencjalny spadek wartości pozycji rynkowych (*trading positions*) spowodowany zmianami na rynku w horyzoncie jednodniowym przy 95% poziomie ufności. A zatem, wewnętrzna kalkulacja VaR informowała o maksymalnej potencjalnej jednodniowej stracie w normalnych warunkach rynkowych w każdym z 19 na 20 dni sesyjnych. Na potrzeby sprawozdawczości zewnętrznej Lehman obliczać musiał VaR przy 99% poziomie ufności, co w praktyce oznaczało informację o maksymalnym poziomie jednodniowych strat w każdym z 99 na 100 dni roboczych.

Na tym etapie rozważań warto zwrócić uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze, metodologia kalkulacji VaR stosowana przez Lehman Brothers uwzględniała normalne warunki rynkowe (*normal market conditions*) i opierała się na wyliczeniach uwzględniających cztery poprzednie lata. Biorąc pod uwagę względną stabilność rynków w okresie poprzedzającym kryzys i zwiększoną ich wolatylność, poczynawszy od 2006 r., można przyjąć, że taki sposób kalkulacji nie odzwierciedlał faktycznego potencjalnego poziomu strat. Niepokojące sygnały płynące z rynku implikować

19 K. Jajuga, *Value at Risk*, „Rynek Terminowy” 2000, nr 9, s. 18.

powinny uwzględnić pewnych odbiegających znacznie od normy okoliczności, które skutkować mogły zwiększonym zagrożeniem poważnego spadku wartości portfela aktywów. Ponadto, na potrzeby monitoringu wewnętrznego stosowano miarę obliczaną przy niższym poziomie ufności, co oznacza, że, nawet przy założeniu, że metoda kalkulacji wskaźnika była właściwa, to w 1 dniu na 20 przyjęte limity strat mogły zostać przekroczone. Można przypuszczać, że decyzje kierownictwa i rady opierały się w głównej mierze na wskaźniku wewnętrznym przyjmującym niższą wartość od podawanego w zewnętrznych raportach. Taka podwójna kalkulacja tej samej miary mogła więc być kolejną z przyczyn niewłaściwych decyzji lub braku dostatecznie silnych działań ostrożnościowych, które powinny zostać podjęte przez dyrektorów banku.

W tabeli 12 przedstawiono liczone z 95% prawdopodobieństwem wartości VaR na dzień 30 listopada w kolejnych latach poprzedzających upadek Lehman Brothers. Zauważalny jest systematyczny wzrost potencjalnych strat na przestrzeni 3 lat. Dodatkowo, należy nadmienić, że w ciągu 2006 r. tylko w jednym dniu odnotowano straty przekraczające historyczną symulację VaR, podczas gdy w kwartale od marca do maja 2008 r. takich dni było aż osiem.

Tabela 12. Wartość VaR na dzień 30 listopada w latach 2005, 2006 i 2007 (w mln USD)

2005	2006	2007
38	54	124

Źródło: Lehman Brothers Annual Report 2007, Lehman Brothers Holdings Registration Document 28 August 2008.

3.2.2. Risk Appetite

Value at Risk to jedna z trzech miar, którą bank może wybrać do monitorowania i informowania uczestników rynku o ryzyku prowadzonej przez siebie działalności. Stosując się do wymogów United States Securities and Exchange Commission²⁰, Lehman Brothers systematycznie podawał wartości VaR, jednak podstawowym wskaźnikiem wyznaczającym jego ryzyko zarówno w sprawozdaniach wewnętrznych, jak i zewnętrznych był tzw. apetyt na ryzyko (Risk Appetite), będący odzwierciedleniem ogólnej

20 United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549, REGULATION S-K, 17 CFR, Subpart 229.300 — Financial Information, (Item 305) Quantitative and Qualitative Disclosures about Market Risk.

tolerancji ryzyka przez władze banku. Risk Appetite postrzegany był jako miernik bardziej syntetyczny, uwzględniający nie tylko ryzyko rynkowe, ale również zagrożenia związane z wiarygodnością kontrahentów i możliwością wystąpienia niekorzystnych wydarzeń w otoczeniu banku.

Ustalone w Lehman Brothers limity Risk Appetite określały maksymalny dopuszczalny stopień ryzyka zawieranych transakcji, przy którym zyski banku pozostawały na akceptowalnym przez władze poziomie. Omawiana spółka definiowała ten wskaźnik jako „ilość pieniędzy, jaką była gotowa stracić w ciągu roku w wyniku zagrożeń związanych z rynkiem, niekorzystnymi zdarzeniami w otoczeniu oraz ryzykiem kredytowym kontrahenta”²¹. Wyznaczane limity pozwalały więc na uzyskanie minimalnej akceptowalnej stopy zwrotu dla inwestorów oraz środków na wypłatę wynagrodzeń. Innymi słowy, oznaczały największy możliwy spadek dochodu, który nie skutkowałby uruchomieniem negatywnych mechanizmów w postaci niewystarczająco wysokich wynagrodzeń, obniżenia ratingów lub spadku zaufania do banku²².

Władze Lehman Brothers traktowały wskaźnik Risk Appetite jako najważniejszą miarę określającą stopień ryzyka działalności banku. Jego wartość dyskutowana była z członkami rady na każdym spotkaniu Komitetu ds. Ryzyka. Do roku 2007 co miesiąc podawano ją również do wiadomości w sprawozdaniach dla Securities and Exchange Commission. Można uznać, że stanowiła podstawowy wyznacznik decyzji menedżerów w dziedzinie bezpieczeństwa przeprowadzanych przez bank operacji. Ponadto, wszystkie raporty kierowane do interesariuszy zewnętrznych, takich jak regulatorzy, klienci czy wreszcie agencje ratingowe, w aspekcie ryzyka odnosiły się zawsze do poziomu Risk Appetite.

Warto przy tym zwrócić uwagę na podkreślane przez agencję Moody's, a także akcentowane przez przedstawicieli SEC duże zaufanie do metod zarządzania ryzykiem stosowanych przez Lehman Brothers. Instytucje te określały miarę Risk Appetite jako najbardziej adekwatny sposób kontroli stabilności banku, podkreślając, że w porównaniu z konkurencyjnymi podmiotami Lehman wypracował najlepsze, maksymalnie kompleksowe i wszechstronne podejście do ograniczania ryzyka prowadzonej przez siebie działalności²³.

21 Lehman, ICAAP Supporting Document: Market Risk Management Overview [Draft] (May 2008), s. 4, <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%20383057.pdf> (dostęp 07.04.2013).

22 J. Pedowitz, E&Y, *BMRB Market Risk Management Walkthrough Template* (Nov. 30, 2007), s. 9.

23 *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, s. 7–12.

Także zewnętrzny audyt przeprowadzony przez Ernst&Young nie wykazał żadnych nieprawidłowości w zakresie metod zarządzania i kontroli bezpieczeństwa przeprowadzanych transakcji. Sprawozdanie z przeprowadzonej kontroli zawiera pozytywne oceny odnoszące się zarówno do stosowanych przez bank miar ryzyka, konstruowania modeli zagrożeń i tzw. *stress testów*, zakresu obowiązków menedżerów ds. ryzyka, działań podejmowanych przez stosowny komitet w radzie dyrektorów, a także sposobu ustalania limitów ograniczających ryzyko operacji²⁴.

Powyższe analizy pozwalają na wysunięcie hipotezy o braku istotnych zastrzeżeń co do sposobu monitorowania ryzyka przez bank Lehman Brothers. Wydaje się, że decyzja o szacowaniu ryzyka na podstawie wskaźnika Risk Appetite była właściwa i wystarczająca dla zapewnienia stabilności banku. Mając jednak na uwadze jego upadek w 2008 r., należy wziąć pod uwagę inne czynniki, które zachwiały prawidłowością mechanizmów zarządzania i kontroli bezpieczeństwa. Jeśli więc założyć się względnie poprawny dobór miar stabilności, rozważyć trzeba konsekwencje stopniowego rozluźniania ich limitów, a także braku przejrzystości metod kalkulacji poszczególnych wskaźników, wskazujące na nieefektywność systemu nadzoru korporacyjnego, który, jak wspomniano w rozdziale 1, stanowi jeden z kluczowych elementów kształtowania właściwej polityki ryzyka²⁵.

3.3. Stopniowa liberalizacja polityki zarządzania ryzykiem w okresie poprzedzającym upadek spółki

Jedną z metod kontrolowania ryzyka w Lehman Brothers było wyznaczanie limitów wartości Value at Risk i Risk Appetite. Opracowana przez bank polityka limitów (*Limit Policy*) uważana była za fundamentalny system utrzymywania stabilnej sytuacji spółki gwarantujący kompleksowe spojrzenie na ogół zagrożeń dotyczących działalności na rynkach finansowych. Określone przez tę politykę limity oznaczały taki poziom wskaźników, przy których konieczna stawała się interwencja menedżerów

24 J. Pedowitz, E&Y, *BMRM*...

25 W.J. McDonough, *Issues in Corporate Governance*, „Current Issues in Economy and Finance”, September/October 2002, vol. 8, no. 8, s. 2.

wyższego szczebla. Wskazywano zarówno ograniczenia wartości VaR, definiując tym samym maksymalną stratę w normalnych warunkach rynkowych w każdym z 19 na 20 dni sesyjnych, jak i poziom Risk Appetite, będący *de facto* odzwierciedleniem estymacji VaR w ujęciu rocznym. Jak wspomniano wcześniej, Lehman koncentrował się w głównej mierze na monitorowaniu „apetytu na ryzyko”, jednak obie miary były ściśle ze sobą skorelowane.

Limity Risk Appetite ustalane były w ramach decyzji podejmowanych przez Market Risk Management (MRM) w porozumieniu z kierownictwem poszczególnych linii biznesowych banku. Globalne ograniczenia były następnie odpowiednio dystrybuowane na oddziały i segmenty na poziomie regionów. Menedżerowie mieli przy tym swobodę do relokowania limitów w obrębie określonych linii biznesowych.

W sytuacji, w której poziom podejmowanego przez bank ryzyka zbliżony był do wyznaczonego limitu bądź istniało uzasadnione prawdopodobieństwo jego przekroczenia, upoważnieni menedżerowie odpowiedzialni za ryzyko lub dany pion biznesowy zdecydować się mogli na jeden z trzech sposobów działania. Pierwszy zakładał zezwolenie na czasowe przekroczenie limitu dla realizacji określonej strategii tradingowej, drugi – przewidywał zrewidowanie i korektę limitu przy założeniu zaistnienia sprzyjających temu okoliczności. Natomiast tylko trzeci sposób dotyczył działań mających na celu przywrócenie poziomu ryzyka do wartości narzuconej przez ustalone wcześniej ograniczenia²⁶. Warto podkreślić, że choć ustanowienie nowych limitów wymagało akceptacji Komitetu Wykonawczego (do 2008 r.) lub Komitetu ds. Ryzyka, to zeznania pracowników banku dotyczące konieczności uzyskania zgody rady dyrektorów nie są jednoznaczne. Część z nich twierdzi, że podwyższając limit, stosowny komitet musiał otrzymać pozytywną opinię rady, część zeznała, że obligatoryjne było jedynie poinformowanie rady o planowanych zmianach. Natomiast raport z dochodzenia w sprawie Lehman Brothers podkreśla, że choć z komunikatów dla zewnętrznych interesariuszy wywnioskować można o konieczności uzyskania zgody rady, to wewnętrzne regulacje w tym zakresie (*Limit Policy*), nie wskazują na istnienie takiego obowiązku²⁷. Można zatem przypuszczać, że tak sformułowane wytyczne otwierały menedżerom drogę do stopniowej liberalizacji polityki zarządzania ryzykiem i były jedną z przyczyn nadmiernej ekspozycji banku na zagrożenia związane z zaangażowaniem na rynku instrumentów pochodnych.

26 J. Pedowitz, E&Y, *BMRM...*, s. 10.

27 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, s. 19.

Tabela 13. Risk Appetite, VaR – poziom rzeczywisty a wyznaczone limity (w mln USD)*

Data	Limit RA	RA – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna	Limit VaR	VaR – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna
1.12.06	3 300	2 383		2 521	85	62		63
29.12.06	3 300	2 525		2 531	85	63		63
2.01.07	3 300	2 549		2 384	85	64		56
31.01.07	3 300	2 377		2 384	85	50		56
01.02.07	3 300	2 389		2 524	85	54		63
28.02.07	3 300	2 687		2 524	85	59		63
01.03.07	3 300	2 512		2 513	85	54		68
30.03.07	3 300	2 361		2 513	85	65		68
02.04.07	3 300	2 426		2 548	85	68		74
25.04.07	3 300	2 725		2 548	85	87	2	74
30.04.07	3 300	2 769		2 548	85	83		74
01.05.07	3 300	2 763		2 773	85	83		81
07.05.07	3 300	2 904		2 773	85	92	7	81
10.05.07	3 300	2 819		2 773	85	89	4	81
11.05.07	3 300	2 772		2 773	85	86	1	81
22.05.07	3 300	2 864		2 773	85	86	1	81
31.05.07	3 300	2 894		2 773	85	82		81
01.06.07	3 300	3 238		3 336	85	85		86
04.06.07	3 300	3 281		3 336	85	86	1	86
05.06.07	3 300	3 289		3 336	85	86	1	86
07.06.07	3 300	3 446	146	3 336	85	95	10	86
08.06.07	3 300	3 297		3 336	85	86	1	86
12.06.07	3 300	3 359	59	3 336	85	90	5	86
14.06.07	3 300	3 461	161	3 336	85	102	17	86
15.06.07	3 300	3 538	238	3 336	85	103	18	86
18.06.07	3 300	3 551	251	3 336	85	99	14	86
19.06.07	3 300	3 538	238	3 336	85	97	12	86
20.06.07	3 300	3 317	17	3 336	85	82		86
27.06.07	3 300	3 372	72	3 336	85	82		86
28.06.07	3 300	3 453	153	3 336	85	87	2	86
29.06.07	3 300	3 486	186	3 336	85	91	6	86
02.07.07	3 300	3 478	178	3 301	85	90	5	91
04.07.07	3 300	3 546	246	3 301	85	92	7	91

Tabela 13 (cd.)

Data	Limit RA	RA – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna	Limit VaR	VaR – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna
05.07.07	3 300	3 306	6	3 301	85	86	1	91
06.07.07	3 300	3 377	77	3 301	85	95	10	91
09.07.07	3 300	3 367	67	3 301	85	95	10	91
10.07.07	3 300	3 278		3 301	85	90	5	91
12.07.07	3 300	3 288		3 301	85	92	7	91
13.07.07	3 300	3 297		3 301	85	95	10	91
16.07.07	3 300	3 427	127	3 301	85	101	16	91
17.07.07	3 300	3 496	196	3 301	85	105	20	91
18.07.07	3 300	3 343	43	3 301	85	99	14	91
19.07.07	3 300	3 416	116	3 301	85	95	10	91
20.07.07	3 300	3 574	274	3 301	85	107	22	91
23.07.07	3 300	3 541	241	3 301	125	105		91
24.07.07	3 300	3 449	149	3 301	125	99		91
31.07.07	3 300	2 855		3 301	125	70		91
01.08.07	3 300	2 743		3 265	125	60		92
08.08.07	3 300	3 388	88	3 265	125	98		92
10.08.07	3 300	3 502	202	3 265	125	111		92
13.08.07	3 300	3 457	157	3 265	125	108		92
14.08.07	3 300	3 329	29	3 265	125	97		92
16.08.07	3 300	3 408	108	3 265	125	100		92
17.08.07	3 300	3 304	4	3 265	125	103		92
21.08.07	3 300	3 327	27	3 265	125	102		92
23.08.07	3 300	3 440	140	3 265	125	104		92
24.08.07	3 300	3 662	362	3 265	125	119		92
27.08.07	3 300	3 651	351	3 265	125	117		92
28.08.07	3 300	3 482	182	3 265	125	107		92
29.08.07	3 300	3 360	60	3 265	125	94		92
30.08.07	3 300	3 358	58	3 265	125	91		92
31.08.07	3 300	3 438	138	3 265	125	91		92
03.09.07	3 500	3 400		3 656	135	85		110
04.09.07	3 500	3 461	141	3 656	135	106		110
05.09.07	3 500	3 553	53	3 656	135	104		110
06.09.07	3 500	3 622	122	3 656	135	107		110

Data	Limit RA	RA – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna	Limit VaR	VaR – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna
07.09.07	3 500	3 732	232	3 656	135	119		110
10.09.07	3 500	3 578	78	3 656	135	107		110
11.09.07	3 500	3 597	97	3 656	135	108		110
12.09.07	3 500	3 536	36	3 656	135	104		110
13.09.07	3 500	3 543	43	3 656	135	105		110
14.09.07	3 500	3 682	182	3 656	135	110		110
17.09.07	3 500	3 566	66	3 656	135	103		110
18.09.07	3 500	3 562	62	3 656	135	104		110
21.09.07	3 500	3 727	227	3 656	135	118		110
24.09.07	3 500	3 675	175	3 656	135	117		110
25.09.07	3 500	3 849	349	3 656	135	133		110
26.09.07	3 500	3 963	463	3 656	135	129		110
27.09.07	3 500	3 970	470	3 656	135	131		110
28.09.07	3 500	3 994	494	3 656	135	123		110
01.10.07	3 500	4 053	553	3 910	135	124		132
02.10.07	3 500	3 895	395	3 910	135	120		132
03.10.07	3 500	3 800	300	3 910	135	119		132
04.10.07	3 500	4 136	636	3 910	135	136	1	132
05.10.07	3 500	3 671	171	3 910	135	115		132
08.10.07	3 500	3 831	331	3 910	135	130		132
09.10.07	3 500	4 061	561	3 910	135	140	5	132
10.10.07	3 500	4 049	549	3 910	135	141	6	132
11.10.07	3 500	4 269	769	3 910	135	158	23	132
12.10.07	3 500	4 128	628	3 910	135	143	8	132
15.10.07	3 500	4 180	680	3 910	135	146	11	132
16.10.07	3 500	4 116	616	3 910	135	144	9	132
17.10.07	3 500	4 089	589	3 910	135	148	1	132
18.10.07	3 500	4 209	709	3 910	135	164	29	132
19.10.07	3 500	3 867	367	3 910	135	132		132
22.10.07	3 500	3 712	212	3 910	135	127		132
23.10.07	3 500	3 776	276	3 910	135	135		132
24.10.07	3 500	3 733	233	3 910	135	124		132
25.10.07	3 500	3 730	230	3 910	135	127		132
26.10.07	3 500	3 605	105	3 910	135	113		132

Tabela 13 (cd.)

Data	Limit RA	RA – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna	Limit VaR	VaR – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna
29.10.07	3 500	3 648	148	3 910	135	120		132
30.10.07	3 500	3 578	78	3 910	135	113		132
31.10.07	3 500	3 793	293	3 910	135	125		132
01.11.07	3 500	3 675	175	3 572	135	117		128
02.11.07	3 500	3 703	203	3 572	135	131		128
05.11.07	3 500	3 600	100	3 572	135	124		128
06.11.07	3 500	3 677	177	3 572	135	131		128
07.11.07	3 500	3 601	101	3 572	135	124		128
12.11.07	3 500	3 621	121	3 572	135	128		128
13.11.07	3 500	3 544	44	3 572	135	131		128
14.11.07	3 500	3 653	153	3 572	135	143	8	128
15.11.07	3 500	3 611	111	3 572	135	132		128
16.11.07	3 500	3 605	105	3 572	135	131		128
19.11.07	3 500	3 559	59	3 572	135	126		128
20.11.07	3 500	3 670	170	3 572	135	138	3	128
23.11.07	3 500	3 529	29	3 572	135	133		128
26.11.07	3 500	3 614	114	3 572	135	139	4	128
29.11.07	3 500	3 642	142	3 572	135	130		128
30.11.07	3 500	3 559	59	3 572	135	123		128
03.12.07	4 000	3 638		3 713	150	135		135
31.12.07	4 000	3 776		3 713	150	135		135
02.01.08	4 000	3 883		3 663	150	141		139
11.01.08	4 000	3 686		3 663	150	154	4	139
23.01.08	4 000	3 834		3 663	150	155	5	139
28.01.08	4 000	3 830		3 663	150	151	1	139
31.01.08	4 000	3 747		3 663	150	130		139
01.02.08	4 000	3 778		3 588	150	140		116
29.02.08	4 000	3 460		3 588	150	123		116
03.03.08	4 000	3 565		3 676	150	123		133
31.03.08	4 000	3 678		3 676	150	124		133
01.04.08	4 000	3 688		3 676	150	114		123
30.04.08	4 000	3 924		3 676	150	139		123
01.05.08	4 000	3 743		3 644	150	128		123

Data	Limit RA	RA – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna	Limit VaR	VaR – wartość rzeczywista	Przekroczenie	Średnia miesięczna
30.05.08	4 000	3 400		3 644	150	106		123
02.06.08	4 000	3 400		3 512	150	105		111
30.06.08	4 000	3 592		3 512	150	120		111
01.07.08	4 000	3 561		3 494	150	117		112
31.07.08	4 000	3 402		3 494	150	104		112
01.08.08	4 000	3 470		3 463	150	109		109
29.08.08	4 000	3 518		3 463	150	111		109
02.09.08	4 000	3 645		3 766	150	121		127
15.09.08	4 000	3 678		3 766	150	122		127

* W tabeli 13 pokazano dane z pierwszego i ostatniego dnia sesyjnego kolejnych miesięcy oraz dane z tych dni, w których przekroczone wyznaczony limit.

Źródło: *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, s. 2–11.

Tabela 13 może być dowodem na to, że przekraczanie wyznaczanych w Lehman Brothers ograniczeń w zakresie ryzyka nie prowadziło w konsekwencji do podejmowania działań ostrożnościowych, ale do podnoszenia limitów do poziomu, w którym stopień ponoszonego ryzyka mieścił się w granicach normy. Jeśli przyjąć dodatkowo definicję zysku jako premii za ryzyko oraz zestawić te analizy z opisanym w punkcie 2.5 systemem nagradzania menedżerów premiującym zyski w krótkim okresie, można wówczas postawić tezę, że tak ekspansywna polityka limitów miała swoje źródło w nieefektywnie funkcjonującym nadzorze korporacyjnym. Powyższe stwierdzenie wydaje się być tym bardziej uprawnione, jeśli uwzględni się brak jasno sformułowanych zasad co do informowania rady o zmniejszaniu ograniczeń w zakresie ryzyka oraz skład osobowy rady, której członkowie mieli niewielkie doświadczenie w obszarze podejmowania decyzji dotyczących bezpieczeństwa działalności banku inwestycyjnego.

Warto w tym miejscu rozważyć słuszność przywołanej w rozdziale 1 opinii A.R. Valuksa, zakładającej brak naruszenia obowiązku powierniczego przez kierownictwo Lehman Brothers. Otóż raport inspektora podkreślał wprawdzie świadome przekraczanie limitów ryzyka przez pracowników banku, zaznaczając jednak przy tym, że wskaźnik Risk Appetite traktowany był przez nich jako rodzaj „miękkiej normy” (*soft limit*), a nie twardego ograniczenia determinującego decyzje zarządcze.

Niektórzy prawnicy kwestionują zgodność z prawem stosowanych przez Lehman Brothers procedur, w tym na przykład nieujawniania

przez menedżerów faktu rozluźniania norm ostrożnościowych, świadomego ich przekraczania oraz stosowania mało przejrzystych zasad rachunkowości i ewidencjonowania operacji w celu ukrycia poziomu ryzyka prowadzonej działalności²⁸. Uwagę zwraca również fakt aż trzykrotnego zwiększania poziomu ryzyka w okresie charakteryzującym się dużą niepewnością na rynkach finansowych, podczas którego bardziej uzasadnione byłyby działania na rzecz zwiększenia bezpieczeństwa i stabilności banku. Stosowanie przez Lehman Brothers antycyklicznej strategii wzrostu wiązało się wprawdzie z możliwością osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, jednak w zwiększonym stopniu narażało jednocześnie kapitał powierzony kierownictwu przez akcjonariuszy, klientów i kontrahentów banku.

W grudniu 2006 r. Lehman Brothers podniósł limit wskaźnika Risk Appetite z 2,3 do 3,3 mld USD²⁹. We wrześniu 2007 r. zwiększył limit do poziomu 3,5 mld, uzasadniając to faktem permanentnego przekraczania wyznaczonej wcześniej normy. Jednak w kolejnych miesiącach ryzyko przeprowadzanych przez bank transakcji znów przekraczało określony limit. Problem naruszania norm „rozwiązano” 14 stycznia 2008 r., podnosząc granicę do poziomu 4 mld USD i ewidencjonując tę decyzję ze wsteczną datą 3 grudnia 2007 r. Można uznać, że polityka zarządzania ryzykiem była w rzeczywistości pochodną przyjętej agresywnej strategii wzrostu i w pewnym zakresie odzwierciedlała oportunistyczny menedżerów, a nie faktyczne granice stabilnej pozycji spółki. Ponadto, przyjęcie takich zasad polityki ryzyka oraz metoda oceny biznesowej stosowana w odniesieniu do podmiotów zarejestrowanych w Dalewale zwalniały kierownictwo z odpowiedzialności prawnej w tym obszarze, umożliwiając mu podejmowanie działań zagrażających interesom kapitałodawców.

Rozważając słabe strony polityki ustalania limitów ostrożnościowych w Lehman Brothers, warto jeszcze przyjrzeć się metodologii kalkulacji wskaźników ryzyka. Okazuje się, że również w tym obszarze, chociaż ujawniono opisane poniżej przesłanki świadczące o próbie zafałszowania danych dotyczących poziomu Risk Appetite, kierownictwu banku nie dowiedziono niedopełnienia wynikającego ze standardu powierniczego obowiązku dbałości.

Pomimo obserwowanych od 2006 r. niepokojących symptomów płynących z rynku kredytów hipotecznych, w maju 2007 r. Lehman Brothers zdecydował się na przejęcie Archstone Real Estate Investment Trust – jednej z największych w Stanach Zjednoczonych spółki inwestycyjno-deweloperskiej działającej w branży nieruchomości. Już sama decyzja

28 M. Denbeaux, *Lehman Brothers: A License to Fail with Other's People Money*, Seton Hall University School of Law, Center for Policy & Research, s. 6.

29 *Ibidem*.

o zakupie przedsiębiorstwa związanego z sektorem mieszkaniowym przy rozprzestrzeniających się zagrożeniach płynących z tego segmentu rynku budzić może wątpliwości co do dbałości decydentów o stabilną pozycję banku i bezpieczeństwo powierzonego im kapitału. Władze Lehman Brothers orzekły jednak, że są w stanie właściwie zarządzać ryzykiem związanym z działalnością Archstone³⁰. W rezultacie Lehman Brothers uczestniczył w wartej 22 mld USD transakcji zawiązania *joint venture* z Tishman Speyer, pomimo że grupa należących do Lehman Brothers spółek zaangażowanych w transakcje na rynku nieruchomości jeszcze przed tą operacją prowadziła działalność o stopniu ryzyka zbliżonym do wyznaczonych limitów. Natomiast zagrożenie związane z Archstone było w tamtym okresie równe lub większe w porównaniu z łączną wartością ryzyka dotyczącego funkcjonowania pozostałych podmiotów sektora nieruchomości kontrolowanych przez omawiany holding.

Największe kontrowersje wzbudzać może jednak fakt nieuwzględnienia przez Lehman Brothers transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych, w tym również tych przeprowadzanych przez Archstone, przy szacowaniu wskaźnika Risk Appetite. Co więcej, Lehman nie uwzględniał tych transakcji również w przeprowadzanych przez siebie *stress-testach*, które miały na celu ocenę stabilności banku w warunkach skrajnych oraz służyły do wyznaczania wartości miar podejmowanego ryzyka. Tak zwane eksperymentalne, nieujawniane *stress-testy* obejmujące wspomniane transakcje, przewidywały nawet 10-miliardowe straty przy zaistnieniu niekorzystnych okoliczności rynkowych. Dochodzenie przeprowadzone po ogłoszeniu przez bank upadłości pokazało, że wyniki tych eksperymentów nie zostały zaprezentowane wyższemu kierownictwu, a menedżerowie podejmujący decyzje w tym zakresie zostali zwolnieni z zarzutów niedotrzymania obowiązku dbałości, jako że „poważnie przemysleli zagrożenia związane z Archstone i uznali, że prawdopodobieństwo potencjalnych zysków jest wyższe niż ryzyko”³¹.

Przedstawione analizy są dowodem na brak mechanizmów dyscyplinujących zarówno w obszarze zewnętrznego, jak i wewnętrznego nadzoru nad spółką. Lehman Brothers nie miał wyraźnie zdefiniowanej polityki informacyjnej w zakresie ustalania limitów, która zapewniałaby konieczność akceptacji ich podwyższania na wszystkich szczeblach zarządzania. W tej sytuacji ograniczenie stopnia przekraczania wyznaczonych norm odbywało się poprzez podnoszenie ich poziomu i narażanie banku na coraz większe straty. Również same metody kalkulacji podstawowych wskaźników bezpieczeństwa nie były rzetelne i nie ukazywały faktycznie

30 *Ibidem*.

31 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 1, s. 173.

ponoszonego ryzyka. Jeśli weźmie się dodatkowo pod uwagę nieefektywny nadzór regulatorów zewnętrznych, dopuszczający tego rodzaju praktyki i pozbawiony mechanizmów wyciągania konsekwencji w odniesieniu do osób odpowiedzialnych za niewłaściwe decyzje, można uznać, że uleganie tzw. pokusie nadużycia było w przypadku Lehman Brothers rezultatem nieskuteczności zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych instytucji *corporate governance*.

3.4. Zakres informacji przekazywanych radzie dyrektorów i aktywność Komitetu ds. Ryzyka

Zarządzanie ryzykiem pełniło w przypadku Lehman Brothers funkcję informacyjno-doradczą i w wymiarze globalnym odbywało się niezależnie od podziału banku na poszczególne obszary działalności. Traktowane było jako wspólny wysiłek sześciu podstawowych jednostek organizacyjnych tworzących globalny oddział zarządzania ryzykiem (Global Risk Management Division, GRMD), na który składały się: Market Risk Management, Credit Risk Management, Operational Risk Management, Quantitative Risk Management, IMD Risk Management oraz Sovereign Risk Management.

Istotną rolę w tej strukturze odgrywał odpowiedzialny za ustalanie limitów dział zarządzania ryzykiem rynkowym (MRM), które definiowano jako ryzyko strat wynikających z bieżącej wyceny rynkowej instrumentów finansowych przy niekorzystnych zmianach cen lub stóp procentowych. Funkcje MRM były z założenia odseparowane od pozostałych obszarów działalności banku, co miało zapewnić ich niezależność i obiektywizm w ocenie płynących z rynku zagrożeń. Oprócz znaczącego wpływu tego działu na proces zarządzania ryzykiem wynikający z podejmowania decyzji w kwestii wysokości dopuszczalnych limitów warto również podkreślić wysoką pozycję menedżerów ds. ryzyka (Market Risk Managers). Wydaje się, że nawet pewne nieformalne elementy, takie jak umiejscowienie ich biur tuż przy tzw. *front office*, nadawały tym stanowiskom wyższą rangę. W przeciwieństwie do innych pracowników odpowiedzialnych za przestrzeganie norm ostrożnościowych rola Market Risk Managers nie była postrzegana jako hamowanie wzrostu spółki czy generowanie dodatkowych kosztów administracyjnych, ale jako rzeczywisty nadzór nad traderami zapewniający względne bezpieczeństwo przeprowadzanych przez nich operacji. Menedżer ds. ryzyka przygotowywał własne niezależne rapor-

ty, które przedstawiał bezpośrednio CAO na szczeblu lokalnym oraz globalnemu dyrektorowi ds. zarządzania ryzykiem rynkowym (Global Head of Market Risk Management) na poziomie globalnym. Ten ostatni zobowiązany był do codziennego nadzoru nad MRM, a bezpośrednio zwierzchnictwo pełnił nad nim dyrektor ds. ryzyka (Chief Risk Officer, CRO). CRO był odpowiedzialny przed Dyrektorem Administracyjnym (Chief Administrative Officer, CAO), będącym jednocześnie członkiem Komitetu Wykonawczego. Ostatecznie, CAO i Komitet Wykonawczy odpowiadali bezpośrednio przed radą dyrektorów³².

Można zatem stwierdzić, że założenia wewnątrz korporacyjnego modelu *corporate governance* w obszarze komunikacji wewnętrznej i przekazywania informacji dotyczących ryzyka działalności spółki były przemyślane i przy prawidłowym ich zastosowaniu pozwalały na sprawny przepływ danych od najniższych poziomów zarządzania na szczeblu lokalnym aż po najwyższe kierownictwo i radę dyrektorów. Jednak, jak wspomniano wcześniej, zakres raportowanych informacji i ich rzetelność sprawiały, że model ten nie funkcjonował właściwie.

Obok opisanej powyżej struktury, bardzo istotną rolę odgrywał w Lehman Brothers Komitet ds. Ryzyka, który od 2008 r. podejmował decyzje dotyczące akceptowania dopuszczalnych limitów w odniesieniu do działalności całego banku (wcześniej funkcję tę pełnił Komitet Wykonawczy). W jego skład wchodził członek Komitetu Wykonawczego, menedżer ds. ryzyka (Chief Risk Officer, CRO) oraz menedżer ds. finansów (Chief Financial Officer, CFO).

Zeznania przedstawicieli kadry kierowniczej decydujących o przyznawaniu limitów potwierdzają postawioną wcześniej tezę dotyczącą ich skłonności do podwyższania norm w reakcji na przekraczanie dopuszczalnych wartości³³. Tylko jeden z decydentów oświadczył, że naruszenie limitów powinno być prowadzić do zmniejszenia ryzyka operacji, podczas gdy większość kierownictwa wyższego szczebla twierdziła, że podwyższanie dozwolonego poziomu ograniczeń było właściwym rozwiązaniem. Warto nadmienić, że opinia głównego menedżera ds. ryzyka nie była w tej kwestii decydująca. W 2006 r., przed podniesieniem limitu Risk Appetite z 2,3 do 3,3 mld USD, pełniła wówczas obowiązki CRO Madelyn Antoncic, opowiadała się za ustaleniem granicy na poziomie 2,6–2,7 mld USD, a wyznaczona ostatecznie wartość była rezultatem kompromisu pomiędzy jej oceną a stanowiskiem pozostałych menedżerów.

W kontekście rozważań o standardach *corporate governance* warto również przeanalizować zakres informacji prezentowanych przez kie-

32 J. Pedowitz, *BMRM...*, s. 5.

33 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 1 of 9, Sec. I&II, s. 72.

rownictwo radzie dyrektorów. Umożliwi to podjęcie próby odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu odpowiedzialność za niewłaściwe jej decyzje i niepodjęcie stosownych interwencji ponosił brak rzetelnych i przejrzystych informacji, a w jakim była to wina braku kompetencji i wiedzy z zakresu rynków finansowych.

Na posiedzeniu rady w styczniu 2007 r. dyrektorzy zostali poinformowani o zwiększeniu planowanego poziomu ryzyka w nadchodzącym roku obrotowym i zgodzili się z kierownictwem, że jest to krok niezbędny do skutecznego konkurowania na rynku. Komitet Rady ds. Finansów i Ryzyka otrzymywał również regularne materiały dotyczące przeprowadzanych przez bank *stress-testów* z adnotacją, że są one przeprowadzane na portfelu transakcji (*trading portfolio*) z uwzględnieniem zarówno zagrożeń związanych z przeprowadzanymi operacjami, jak i wiarygodnością kontrahentów. Przekazywane komitetowi raporty nie zawierały jednak informacji o nieuwzględnianiu w testach wielu operacji związanych z nieruchomościami komercyjnymi, a także prywatnymi inwestycjami kapitału. Te dane członkowie rady otrzymali dopiero w raporcie z 29 stycznia 2008 r. Jednak żaden z przesłuchiowanych dyrektorów nie przypominał sobie faktu otrzymania tej informacji, żaden również nie pamiętał jakichkolwiek wyjaśnień kierownictwa odnoszących się do wcześniejszego nieujawniania tej kwestii. Znamienny jest także fakt, że dyrektorzy zeznali później, iż opisane wyłączenia wydawały im się uzasadnione, a tylko jeden z nich przyznał, że informacja o nich byłaby dla niego użyteczna³⁴.

Podczas kolejnego posiedzenia rady dyrektorów, 19 czerwca 2007 r., pełniący funkcję CFO Christopher O'Meara zaprezentował wyniki spółki za drugi kwartał. Dyrektorzy zostali poinformowani o wzroście poziomu ryzyka przeprowadzanych operacji oraz o transakcji związanej z zakupem Archstone. Należy jednak zwrócić uwagę, w jaki sposób i w jakim zakresie informacje te zostały radzie przedstawione. Ch. O'Meara oświadczył na przykład, że średnia wartość wskaźnika Risk Appetite w ciągu omawianego kwartału wyniosła 2,6 mld, co jest wielkością znacznie poniżej limitu ustalonego wówczas na poziomie 3,3 mld USD. Stwierdzenie to, choć prawdziwe, nie obrazuje w pełni faktycznej sytuacji oraz tendencji w obszarze podejmowanego przez Lehman Brothers ryzyka. Pomijając nawet kwestię słuszności decyzji o podniesieniu limitu do wyżej wymienionego poziomu, bardzo istotny wydaje się być fakt sukcesywnego wzrostu przeciętnych miesięcznych wartości Risk Appetite w analizowanym kwartale – od 2548 mln USD w kwietniu do 3336 mln USD w czerwcu, kiedy to poziom średni przekroczył założony limit (tabela 13). Ponadto,

34 *Ibidem*, s. 77.

w kolejnych dniach lipca poprzedzających zebranie rady dopuszczalna granica została przekroczona aż ośmiokrotnie.

Dodatkowo należy zauważyć, że wartości te nie zawierały danych dotyczących spółki Archstone, o czym kierownictwo wówczas nie informowało. Dane tabeli 13 wskazują także na niemal codzienne przekraczanie limitów, począwszy od drugiego tygodnia lipca 2007 r. Okazuje się jednak, że informacje na ten temat przekazano dyrektorom dopiero 15 października. Wówczas Ch. O'Meara, prezentując wspomniane dane, zmienił układ tabeli, która zwykle przedstawiana była na posiedzeniach rady, polecając wymazać z niej kolumnę zawierającą limity ryzyka. W ten sposób dyrektorzy nie mieli czytelnego odniesienia wartości faktycznych do granicznych, a Ch. O'Meara wyjaśnił swoją decyzję tym, że wołał tę sytuację opisać ustnie niż przedstawiać na piśmie³⁵. Przekraczanie limitów zostało przy tym wyjaśnione zmianami w otoczeniu rynkowym, w tym przede wszystkim brakiem możliwości sekurytyzacji i pozbycia się ryzyka związanego z aktywami, które wcześniej Lehman spodziewał się bez trudu upłynnić. Ch. O'Meara nie wspomniał o innych, wewnętrznych przyczynach, takich jak na przykład uwzględnienie działalności Archstone w kalkulacjach Risk Appetite, które w znacznym stopniu przyczyniło się do wzrostu analizowanych wskaźników.

Na wykresie 5 zaprezentowano opóźnienia w informowaniu rady o danych dotyczących przekraczania limitów ryzyka. Dowodzi to wyraźnie znaczących zaniechań w zakresie polityki informacyjnej banku, która z pewnością utrudniała sprawowanie przez radę nałożonych na nią obowiązków kontrolno-nadzorczych.

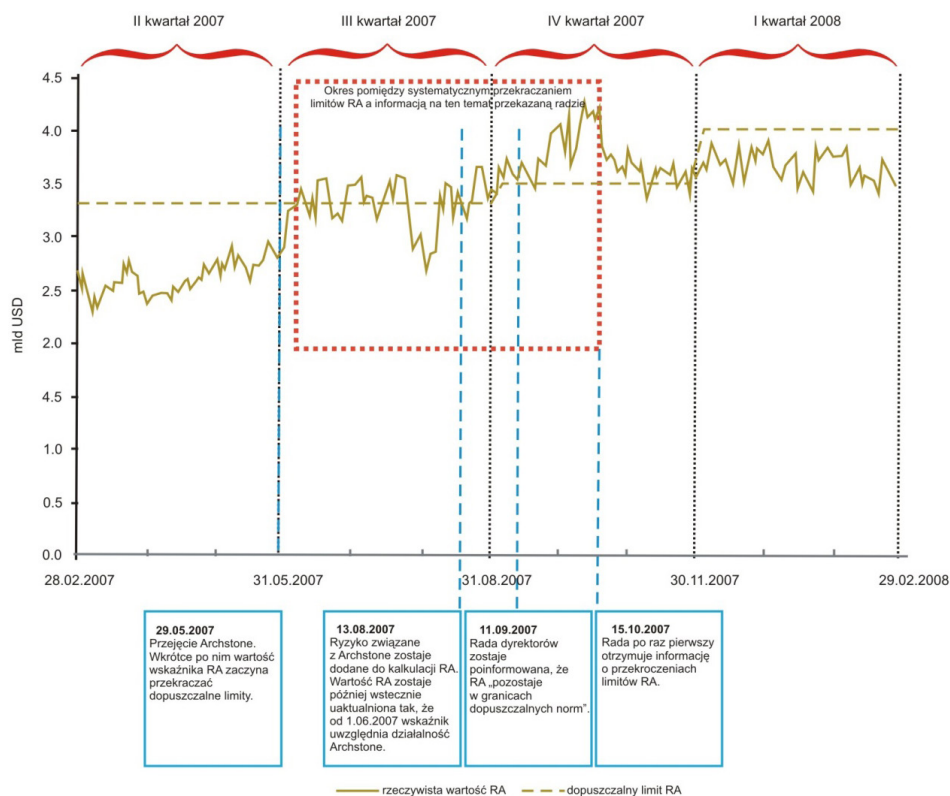
Przekraczanie dopuszczalnych limitów ryzyka to nie jedyna kwestia, o której menedżerowie nie informowali rady. Dyrektorzy nie wiedzieli również o decyzjach kierownictwa dotyczących ograniczania relacji wartości posiadanych zabezpieczeń do ekspozycji kredytowej oraz inwestycji na rynku nieruchomości³⁶. Menedżerowie nie powiadomili także o niemal dwukrotnym przekroczeniu wartości norm ostrożnościowych w segmencie kredytów zagrożonych utrzymującym się na podwyższonym poziomie od drugiej połowy czerwca 2007 r. Rada nie miała też wiedzy na temat udzielenia co najmniej 30 takich kredytów o wartości przekraczającej wyznaczony przez bank limit pojedynczej transakcji. Ponadto, kierownictwo ukrywało fakt stosowania transakcji Repo 105/108, które znacząco wpływały na poprawę wskaźników lewarowania przybierających dzięki tym operacjom wartości relatywnie niskie w odniesieniu do konkurencji. Dyrektorzy nie zostali również

35 *Ibidem*, s. 141.

36 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 123.

poinformowani o obawach Komitetu ds. Zarządzania Aktywami i Pasywami (Asset-Liability Committee, ALCO)³⁷ dotyczących zdolności banku do sfinansowania swoich zobowiązań, a także o tym, że w sierpniu 2007 r. Lehman Brothers niemal zaprzestał zawierania nowych transakcji. Na posiedzeniach rady prezentowano w zasadzie zupełnie odmienny obraz sytuacji, zapewniając o stabilnej pozycji spółki, rekordowej wartości puli zasobów płynnościowych i braku konieczności poszukiwań dodatkowych źródeł finansowania.

Wykres 5. Opóźnienia w informowaniu rady o przekraczaniu limitów wskaźnika Risk Appetite



Źródło: *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, vol. 1 of 9, Sec. I&II, s. 144.

³⁷ Wewnętrzna jednostka organizacyjna utworzona w celu codziennego zarządzania płynnością banku.

Na obradach rady dyrektorów 29 stycznia 2008 r., zaledwie kilka miesięcy przed ogłoszeniem upadłości przez bank, menedżerowie wciąż utrzymywali, że trudna sytuacja na rynkach finansowych stanowi dla Lehman Brothers okazję do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Kierownictwo wskazało wówczas na szereg aspektów, które jednak powinny były zaniepokoić członków rady – wzrost wartości aktywów, wskaźnika lewarowania i dopuszczalnych limitów ryzyka, a także prognozę zakładającą 21 mld USD dochodu dzięki zastosowaniu wysoce agresywnej strategii banku.

Przedstawione powyżej fakty pozwalają domniemywać działań *managementu* mających na celu ukrywanie faktycznych zagrożeń związanych z prowadzoną przez bank działalnością³⁸. Menedżerowie nie byli wprawdzie zobowiązani do szczegółowego informowania rady o podejmowanych przez siebie działaniach czy też przeprowadzanych kalkulacjach i analizach bieżących, jednak wydaje się, że zarówno zakres, jak i sposób prezentowania danych na posiedzeniach dyrektorów dobrany był w sposób zakładający manipulację przekazem i celowe pomijanie niepokojących sygnałów. Można również tę kwestię rozpatrywać z drugiej strony, próbując dociec rzeczywistego stopnia zaangażowania i kompetencji członków rady, których działania nadzorcze ograniczały się jedynie do przyjmowania i zatwierdzania stosunkowo mało precyzyjnych sprawozdań kierownictwa.

Powyższe spostrzeżenia wyraźnie dowodzą nieefektywności w zakresie funkcjonowania wewnętrznych mechanizmów nadzoru i kontroli. Warto jednak w tym miejscu raz jeszcze przypomnieć, że w dochodzeniu przeprowadzonym po upadku Lehman Brothers wskazano na brak naruszenia standardu powierniczego i wynikających z nich obowiązków dbałości i odpowiedzialności zarówno w odniesieniu do menedżerów, jak i dyrektorów banku. Śledczy uznali, że kierownictwo w ograniczonym, lecz wystarczającym zakresie przedkładało radzie dane dotyczące ryzyka i płynności spółki, nie ujawniając przy tym wszystkich zagrożeń, lecz podkreślając wielokrotnie fakt wyboru agresywnej i ryzykownej strategii działania. W świetle przepisów również dyrektorzy zwolnieni zostali z odpowiedzialności za niedopełnienie swoich obowiązków, gdyż tego rodzaju oskarżenie wymagałoby udowodnienia, że członkowie rady w niewystarczającym zakresie monitorowali decyzje menedżerów, nie zapobiegając działaniom niezgodnym z polityką ryzyka banku. W przypadku Lehman Brothers taki dowód byłby niemożliwy do przeprowadzenia z dwóch względów – po pierwsze, decyzje odnoszące się do ryzyka kwalifikują się do poddania wspomnianej w rozdziale 1 ocenie bizneso-

38 E. Klepczarek, *Źródła...*, s. 124.

wej, która zasadniczo wyklucza jakąkolwiek odpowiedzialność decydentów. Po drugie natomiast, w otrzymywanych przez dyrektorów raportach menedżerowie podkreślali każdorazowo, że zwiększanie stopnia ryzyka jest elementem przemyślanej i zaplanowanej strategii, która doprowadzić miała do wzrostu i rozwoju spółki. Na mocy tych argumentów od kierownictwa i członków rady oddalono zarzuty o naruszenie standardu powierniczego, konstytuując tym samym niejako przyzwolenie na brak starań o poprawność działania ładu korporacyjnego.

Reasumując, można uznać, że w ślad za liberalnym prawem stanu Daleware, chroniącym radę dyrektorów i menedżerów przed odpowiedzialnością za niewłaściwe decyzje, powinny iść silnie dyscyplinujące wewnętrzne mechanizmy nadzoru, które zapewniałyby stabilność zarejestrowanych tam podmiotów gospodarczych. Kазus Lehman Brothers pokazuje jednak, że zarówno regulacje zewnętrzne, jak i procedury przyjęte wewnątrz banku pozwoliły na zaniechania, które w znacznym stopniu przyczyniły się do narażenia interesariuszy banku na gigantyczne straty. Przeprowadzona analiza pozwala zauważyć, że nie można wskazać jednoznacznej przyczyny nadmiernej ekspozycji spółki na ryzyko. Aprobata rady dla działań kierownictwa miała swoje źródło zarówno w braku pełnej wiedzy, jak i w niewystarczającym zaangażowaniu i doświadczeniu w zakresie kontroli ryzyka w instytucjach finansowych. Trudno jednocześnie przesądzić, który element odegrał w tym przypadku większą rolę i czy wyeliminowanie wskazanych uchybień zapobiegłoby upadłości spółki.

Rozdział 4

Próby ratowania banku i ogłoszenie upadłości

4.1. Koncepcja SpinCo

Informacje przedstawiane przez kierownictwo członkom rady dyrektorów nie wskazywały bezpośrednio na niepokojące sygnały dotyczące portfela aktywów będących w posiadaniu Lehman Brothers. Okazuje się jednak, że już w na początku marca 2008 r. menedżerowie rozważali możliwość pozbycia się z bilansu kłopotliwych i nie płynnych walorów związanych z rynkiem nieruchomości. Powstała wówczas koncepcja utworzenia podmiotu, nazwanego roboczo SpinCo, do którego zostałyby przetransferowane niektóre aktywa banku, natomiast rzeczywistymi właścicielami powstałej w ten sposób spółki byłiby akcjonariusze Lehman Brothers. Już wtedy menedżerowie dostrzegali liczne problemy związane z przeprowadzeniem tego typu operacji, przewidując trudności w znalezieniu niezależnych źródeł finansowania SpinCo, a także konieczność zasilenia nowego podmiotu kapitałem banku, co doprowadziłoby do niedoboru kapitałowego w spółce macierzystej.

Pomimo przeprowadzonej w pierwszych dwóch kwartałach sprzedaży związanych z nieruchomościami walorów o wartości ponad 6 mld USD, w połowie 2008 r. władze Lehman Brothers zaczęły odczuwać presję ze strony inwestorów, kontrahentów i pracowników obawiających się oddziaływania nie płynnych aktywów na stabilność banku¹. W kontekście przestrzegania zasad wynikających ze standardu powierniczego, znamieną wydaje się być reakcja kierownictwa na sygnały dotyczące utraty zaufania wymienionych grup interesariuszy. Otóż menedżerowie nie szukali sposobów na faktyczną poprawę sytuacji płynnościowej

1 Memorandum od Timothy'ego Lyons do Davida Goldfarb'a, re: Strategic Imperatives for the Firm, July 3, 2008, s. 1.

i wyeliminowanie zagrożeń – zaplanowali natomiast „utworzenie wehikułu, do którego wrzucą pakiet tych (niepokojących) ekspozycji na rynku nieruchomości i przekażą go swoim akcjonariuszom”².

Koncepcja SpinCo została uznana za kluczowy element strategii w tamtym czasie. Przeprowadzone w lipcu 2008 r. wewnętrzne analizy zakładały, że Lehman mógłby dokonać wydzielenia, a następnie zbycia kłopotliwych aktywów, jeśli tylko znalazłby niezależnego partnera gotowego na sfinansowanie SpinCo na warunkach rynkowych. Przyjmowano również, że możliwe będzie wdrożenie rozwiązań, które pozwolą na dystrybucję akcji SpinCo dla akcjonariuszy Lehman Brothers bez konieczności opłacania przez nich podatku. Uzyskanie tzw. *tax free status* było początkowo elementem warunkującym realizację idei SpinCo³.

Menedżerowie zaangażowani w realizację powyższego projektu mieli świadomość, że utworzenie wehikułu finansowego będzie wymagało znaczącego transferu kapitału od Lehman Brothers do nowego podmiotu. Aby nowo powstała spółka uznana była za niezależną i nie wchodziła w zakres skonsolidowanego sprawozdania finansowego banku, należało ją odpowiednio wyposażyć w kapitał własny – szacunkowo na poziomie 20–25% aktywów netto. A zatem, jeśli Lehman chciał pozbyć się z bilansu aktywów o wartości około 31,6 mld USD⁴, musiałyby uszczuplić zasoby kapitału własnego o około 6–8 mld USD, co zdaniem niektórych menedżerów nie dawało bankowi szans na przetrwanie. Problem „dziury kapitałowej” (*equity hole*) miał zostać rozwiązany poprzez sprzedanie jednej z cenniejszych jednostek organizacyjnych banku – Investment Management Division (IMD), w tym również jej części związanej z zarządzaniem prywatnymi aktywami – Neuberger Berman (NB). Zakładano, że środki ze sprzedaży pokryją spodziewany niedobór kapitału. Menedżerowie zdawali sobie jednak sprawę, że aby SpinCo mogło funkcjonować jako niezależny podmiot, nie może być finansowane jedynie przez Lehman Brothers. Oszacowano, że powstała spółka będzie musiała dodatkowo sekurytyzować swoje zadłużenie i sprzedać najbardziej ryzykowne walory za równowartość 2–6 mld USD⁵.

Ponad 4 miesiące od wysunięcia koncepcji SpinCo, została ona przedstawiona radzie dyrektorów na posiedzeniu 22 lipca 2008 r. Zaproszony na to spotkanie Hugh E. McGree, globalny dyrektor ds. bankowości in-

2 E-mail od Hugh E. McGee, do Larry Wieseneck, June 11, 2008, http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBHI_SEC07940_398653.pdf (dostęp 23.04.2013).

3 *Report of Anton R. Valukas*, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., March 11, 2010, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, s. 30.

4 *Report: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, „FDIC Quarterly” 2011, vol. 5, no. 2, s. 2.

5 *Report of Anton R. Valukas*, s. 34.

westycyjnej, przedstawił omawiany projekt jako „wydzielenie operacji na rynku nieruchomości i przekazanie ich akcjonariuszom w formie specjalnej dywidendy”⁶. Zaznaczył ponadto, że realizując ten plan, uda się uniknąć obciążeń podatkowych zarówno dla akcjonariuszy, jak i banku. Ostatecznie rada zgodziła się na wdrożenie idei wydzielenia części aktywów, proponując jednocześnie rozważanie również innych rozwiązań. Warto ponownie zauważyć, jaką postawę w obliczu kłopotów banku przyjęło nie tylko kierownictwo, ale również rada – będące organami powołanymi do właściwego zarządzania i dbania o powierzony im kapitał właścicielski, a w przypadku banku – dodatkowo kapitał klientów i kontrahentów. Menedżerowie i dyrektorzy uznali zgodnie, że najlepszym sposobem pozbycia się toksycznych aktywów będzie pośrednie przekazanie ich w ręce akcjonariuszy poprzez wypłatę dywidendy w formie akcji spółki, którą nazywać można tzw. bankiem złych aktywów (*bad bank*). Powstaje oczywiście pytanie, czy w tamtym momencie istniała rozsądniejsza alternatywa⁷, jednak wydaje się, że bezwarunkowy wybór koncepcji SpinCo jako głównego elementu strategii przeczy idei wzorcowego *corporate governance*.

Kompleksowa ocena mechanizmów nadzorczych wymaga również analizy działań zewnętrznych regulatorów w odpowiedzi na plany wdrożenia operacji SpinCo. Można uznać, że w tym przypadku to agencje ratingowe wykazały się największą ostrożnością w ocenie konsekwencji zrealizowania przez Lehman Brothers założonego planu. Idea wydzielenia nie płynnych walorów została im przedstawiona jako sposób na uniknięcie przymusowej wyprzedaży aktywów pozwalający na zachowanie wewnętrznej wartości akcji spółki na niezmiennym poziomie. W przygotowanych dla Fitch, Moody's i Standard & Poor's prezentacjach władze Lehman Brothers podkreślały dodatkowo przewidywane zwiększenie wiarygodności banku po wydzieleniu toksycznych składników majątku⁸. Jednak okazało się, że planowane przedsięwzięcie nie zostało przez agen-

6 Lehman Brothers Holdings Inc., Minutes of Meeting of Board of Directors (July 22, 2008), s. 6, <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-AM%20003866-003872.pdf> (dostęp 24.04.2013).

7 Ówczesny zastępca przewodniczącego Lazard Frères & Co. (spółki specjalizującej się m.in. w doradztwie w zakresie restrukturyzacji przedsiębiorstw sektora finansowego), Gary Parr, sugerował, aby Lehman Brothers wyemitował pakiet akcji warunkowych, tzw. *contingent value stock* (CVS), których wartość odzwierciedlałaby wartość aktywów związanych z nieruchomościami. W ten sposób spadek ceny zwykłych akcji Lehman Brothers zostałby prawdopodobnie zahamowany. Kierownictwo odrzuciło jednak tę koncepcję, stwierdzając, że jest ona trudniejsza do zrealizowania niż SpinCo.

8 Lehman, Fitch Ratings – Discussion of Spin-Off of CRE Portfolio (Aug. 12, 2008), s. 2, <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%20011904.PDF> (dostęp 24.04.2013).

cje ocenione pozytywnie. Ich przedstawiciele obawiali się niedostatecznego wyposażenia banku w kapitał i trudności w znalezieniu nabywcy instrumentów, które miałyby być wyemitowane przez SpinCo. Wskazywali również na znaczące oddziaływanie potencjalnych kłopotów powstałego podmiotu na stabilność Lehman Brothers, a także bardzo krytycznie odnosili się do pogłosek o sprzedaży IMD, grożąc bezwarunkowym obniżeniem ratingu w przypadku jej przeprowadzenia. W tej sytuacji kierownictwo Lehman Brothers rozpoczęło intensywne poszukiwania przyszłych nabywców papierów SpinCo, których deklaracja o współfinansowaniu podmiotu złagodziłaby stanowisko agencji.

W tym samym czasie władze Lehman Brothers negocjowały z SEC warunki zasad rachunkowości, które miały być zastosowane w odniesieniu do nowo powstałej spółki. Menedżerowie próbowali uzyskać zezwolenie na uchylenie niepożądanych z ich punktu widzenia wymogów, w tym przede wszystkim konieczności przedłożenia obejmującego okres 3 lat audytowanego sprawozdania finansowego dotyczącego wydzielonej części aktywów⁹. Przedstawiciele Lehman Brothers argumentowali swój wniosek trudnościami w zestawieniu historycznych danych dotyczących różnych składników majątku oraz faktem, że SpinCo powoływana była w celu zarządzania aktywami z nastawieniem na długookresowy zysk, wobec czego informacje historyczne i bieżące nie byłyby dla inwestorów użyteczne. Początkowo Komisja była skłonna odstąpić od spełnienia przez SpinCo wspomnianego wymogu pod warunkiem uznania powstającej spółki za „podmiot służący likwidacji” (*liquidating entity*), a nie przedsiębiorstwa prowadzącego zwykłą działalność operacyjną (*operating business*)¹⁰, z czym wiązała się jednak dodatkowo konieczność opodatkowania planowanych operacji. W odpowiedzi na tak sformułowane zalecenia SEC, Lehman Brothers zaproponował prezentowanie w sprawozdaniach dodatkowych danych (nieweryfikowanych przez biegłego rewidenta) dotyczących transakcji na rynku nieruchomości, nie akceptując przy tym funkcjonowania SpinCo jako *liquidating entity*. Co więcej, kierownictwo banku wystąpiło również o zgodę Komisji na odstąpienie od wymogu stosowania tzw. złotego standardu – zasady *mark to market* (MTM), nakazującej księgowanie i prezentowanie wartości aktywów i zobowiązań na podstawie ich bieżącej rynkowej wyceny¹¹. Menedżero-

9 SEC Regulation S-X to the Acquisition of a Business, Q&A Rule 3–14.

10 Lehman Brothers Holdings Inc., Minutes of Meeting of Board of Directors (Aug. 13, 2008), s. 3, <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-AM%20003879-003882.pdf> (dostęp 25.04.2013).

11 United States Securities and Exchange Commission, Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting, s. 22.

wie zaproponowali stosowanie standardu *hold to maturity*, przy którym wyceny dokonuje się z uwzględnieniem zamortyzowanych kosztów określonych instrumentów przy założeniu zatrzymania ich w spółce do terminu zapadalności¹².

Zwrócić należy uwagę, że postulaty Lehman Brothers wyraźnie i jednoznacznie wskazywały na niechęć kierownictwa do ujawniania rzeczywistej bieżącej wartości aktywów przesuwanych do SpinCo. Zaskakującą w tej sytuacji wydaje się być postawa Securities and Exchange Commission, która ostatecznie zgodziła się na odstąpienie od wymogu przedstawienia sprawozdania finansowego zawierającego historyczne dane dotyczące wydzielanych aktywów, a także zrezygnowała z zasady dokonywania wyceny w wartości godziwej, zgodnej z regułą *mark to market*, co uznać można za precedens na amerykańskim rynku papierów wartościowych. Nakazała jedynie stosowanie standardu MTM w odniesieniu do akcji oraz do wyceny wszystkich pozycji w bilansie otwarcia spółki SpinCo¹³. Warto jeszcze podkreślić fakt, że do końca sierpnia 2008 r. Lehman Brothers nie podjął decyzji co do formy organizacyjno-prawnej tworzonego podmiotu, od której uzależniona była możliwość ubiegania się o status *tax-free*, zwalniający akcjonariuszy od konieczności zapłacenia podatku. Pamiętać należy, że początkowo ten element miał zasadniczo rozstrzygać o podejmowaniu działań zmierzających w kierunku utworzenia SpinCo.

Ostatecznie koncepcja wydzielenia toksycznych aktywów nie została jednak wdrożona z powodu braku zaufania w powodzenie projektu potencjalnych strategicznych partnerów Lehman Brothers. Do 14 sierpnia 2008 r. kierownictwo banku przeprowadziło rozmowy z ponad 30 podmiotami z całego świata, jednakże żaden z nich nie był zainteresowany zaproponowaną transakcją. Można więc stwierdzić, że ewentualni kontrahenci lepiej niż nadzorca publiczny ocenili zagrożenia związane ze SpinCo. Próbuąc chronić swoje interesy, byli ostrożniejsi w działaniach niż SEC, której jednym z zadań statutowych jest ochrona interesów uczestników rynku finansowego.

Sposób ratowania spółki, na jaki zdecydowało się kierownictwo Lehman Brothers, dowodzi wydatnych uchybień w zakresie przestrzegania standardu powierniczego i dbania o interesy akcjonariuszy, klientów i kontrahentów banku. Idea SpinCo stanowiła w rzeczywistości próbę przeniesienia ryzyka związanego z toksycznymi aktywami na właścicieli akcji, partnera strategicznego i przyszłych nabywców papierów warto-

12 Zaznacza się tu wyraźna rozbieżność w zestawieniu z opisanym wcześniej założeniem menedżerów o konieczności sekurytyzacji i szybkiego upłynnienia części posiadanych przez SpinCo aktywów (patrz s. 119).

13 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 8 of 9, Appendicies 8–22, s. 47–48.

ściowych emitowanych przez nowo powstały podmiot. Pomimo, jak mogłoby się wydawać, ewidentnego działania na szkodę wymienionych grup interesów wysuniętą przez menedżerów koncepcję poparła rada dyrektorów, a Komisja Papierów Wartościowych wydała specjalne dyspozycje pozwalające na nierzetelne przedstawianie danych dotyczących sytuacji finansowej „banku złych aktywów”. Na podkreślenie zasługuje jednak fakt sceptycznej oceny projektu przez agencje ratingowe, które realnie oceniły ryzyko związane z planowanym przez Lehman Brothers przedsięwzięciem. Nie jest wprawdzie możliwe porównanie strat interesariuszy doznanych na skutek upadku Lehman Brothers i potencjalnych strat, jakie wystąpiłyby w przypadku wdrożenia planu SpinCo. Jednakże w kontekście analizy standardów *corporate governance* koncepcję tę ocenić należy zdecydowanie negatywnie i zakwalifikować jako kolejny z elementów potwierdzających nieefektywność działania mechanizmów nadzorczych.

4.2. Zaangażowanie Rezerwy Federalnej

Wśród instytucji nadzorujących rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych najważniejszą rolę sprawuje Rezerwa Federalna (FED). Pełniąc funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, posiada ona uprawnienia do udzielenia wsparcia finansowego każdemu podmiotowi gospodarczemu w przypadku zaistnienia okoliczności uzasadniających taką formę pomocy. Wprawdzie przewodniczący Rezerwy Federalnej Bern Barnanke podkreślał w swoich wypowiedziach, że zarządzana przez niego instytucja nie ponosi żadnej odpowiedzialności za kondycję Lehman Brothers, warto jednak zweryfikować słuszność tych wypowiedzi i ocenić rzeczywisty wpływ działań FED-u na stabilność analizowanego banku.

Poniższe analizy koncentrować się zatem będą na bezpośrednich stosunkach Rezerwy Federalnej i banku Lehman Brothers w ostatnich dniach poprzedzających upadek spółki z pominięciem polityki monetarnej, jej wpływu na podejmowane przez banki działania oraz zakres kryzysogennych następstw w sektorze finansowym USA. Rezerwa Federalna niejednokrotnie wcześniej uruchamiała pakiety ratunkowe dla podmiotów potrzebujących wsparcia¹⁴, co utwierdziło władze dużych instytucji sektora finansowego w przekonaniu o realizowaniu przez bank centralny doktryny TBTF i dużym prawdopodobieństwie otrzymania pomocy przy zaistnieniu zagrożenia bankructwem. Po tym, jak w marcu

14 Patrz: rozdział 1 – wzmianka dotycząca ratowania funduszu hedgingowego LTCM.

stojący na progu upadłości Bear Stearns został przejęty przez JP Morgan Chase przy wsparciu finansowym FED, B. Bernanke zaczął monitorować kondycję Lehman Brothers, identyfikując go jako drugi po Bearn Stearns bank inwestycyjny w najmniejszym stopniu zabezpieczony przed negatywnym oddziaływaniem turbulentnego otoczenia¹⁵. Od tego czasu B. Bernanke wielokrotnie rozmawiał z Timothyem Geithnerem, ówczesnym przewodniczącym Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku (*Federal Reserve Bank of New York, FRBNY*) oraz Henrym Paulsonem, Sekretarzem Skarbu USA, na temat swojego zaniepokojenia kwestią bezpieczeństwa Lehman Brothers oraz przede wszystkim stosunkowo mało aktywną postawą Richarda Fulda w kwestii poszukiwania strategicznego partnera i podniesienia poziomu kapitałów własnych banku. Mając na uwadze wcześniejsze działania Rezerwy Federalnej w odniesieniu do zagrożonych upadkiem podmiotów, można przypuszczać, że względny spokój R. Fulda wynikał z przeświadczenia o tym, że również Lehman Brothers zostanie przez FED uznany za bank „zbyt duży, aby upaść”.

Tymczasem okazało się, że na zorganizowanym 12 sierpnia 2008 r. zebraniu w siedzibie nowojorskiego oddziału Rezerwy Federalnej, w którym uczestniczył T. Geithner, H. Paulson oraz przewodniczący SEC Christopher Cox, Sekretarz Skarbu USA wyraźnie zaznaczył, że Lehman Brothers nie może liczyć na rządowy *bailout* lub na gwarancje zabezpieczające ewentualną transakcję przejęcia banku¹⁶. Paulson podkreślił jednak, że konsekwencje upadku Lehman Brothers mogą być dramatyczne, a T. Geithner nalegał na tymczasowe zaniechanie działań konkurencyjnych pomiędzy innymi bankami i wspólne opracowanie strategii ratowania sytuacji. Przedstawiciele największych banków amerykańskich zostali podzieleni na trzy zespoły robocze, z których każdy miał opracować inne zagadnienie – Goldman Sachs i Credit Suisse zajęli się wyceną toksycznych aktywów należących do Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch i Citigroup – określeniem różnych konfiguracji sprzedaży banku, a pozostali pod przewodnictwem Bank of New York-Mellon mieli dokonać prognozy sytuacji po ewentualnym ogłoszeniu upadłości spółki. Reprezentanci organów publicznych występowali natomiast w roli moderatorów.

Wspólne wysiłki przedstawicieli głównych instytucji finansowych zakończyły się opracowaniem planu przejęcia Lehman Brothers przez jedyne go oferenta – brytyjski holding Barclays Plc. Oszacowano, że „złe aktywa” spółki są wycenione znacznie powyżej ich rzeczywistej wartości i urealnienie ich cen uniemożliwi planowaną transakcję (Barclays nie zechce przejąć

15 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 8 of 9, Appendices 8–22, s. 1502.

16 M.T. Williams, *Uncontrolled risk. The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, Mc Graw Hill, 2010, s. 173.

tak „toksycznego” majątku). Postanowiono zatem o utworzeniu specjalnego wehikułu finansowego, do którego przeniesione miały zostać najbardziej ryzykowne papiery związane z rynkiem nieruchomości o wartości około 50 mld USD. Powstały podmiot byłby zabezpieczony gwarancjami innych banków komercyjnych, które zgodziły się przyjąć na siebie tę rolę (we wcześniejszych tego rodzaju operacjach pełnioną przez FED). Mając zapewnienie o takiej formie prywatnego zabezpieczenia, Barclays zgodził się na zakup Lehman Brothers. Do zawarcia transakcji brakowało tylko zgody brytyjskiego regulatora rynku finansowego – Financial Services Authority (FSA). Początkowo FSA zapewniało o akceptacji transakcji, jednak 14 sierpnia ogłosiło, że wydanie pozytywnej opinii w tej kwestii nie może nastąpić bez wyrażenia zgody przez akcjonariuszy, co wymagało przeprowadzenia procedur, na które w przypadku Lehman Brothers nie było już czasu. FSA zaproponował również alternatywne rozwiązanie w postaci udzielenia przez rząd USA tymczasowej gwarancji na zasadach zbliżonych do poręczenia przez FED transakcji przejęcia Bear Sterns. Jednak Paulson odmówił gwarancji rządowej, odbierając tym samym bankowi Lehman Brothers ostatnią szansę na uniknięcie bankructwa¹⁷.

Zapytany w 2009 r. o to, czy FED miał możliwość uratowania banku przed upadłością, B. Bernanke stwierdził, że powinien być bardziej zaangażować się w próbę zorganizowania przejęcia spółki przez Barclays. Ówczesny przewodniczący Rezerwy Federalnej zauważył jednak, że nie widział wówczas podstaw do zaoferowania pomocy przy tej transakcji, gdyż zgodnie z literą prawa bank centralny może zdecydować się na wsparcie płynnościowe tylko w przypadku właściwego zabezpieczenia udzielonej pożyczki, to jest wówczas, gdy może się spodziewać całkowitego jej zwrotu. Jego zdaniem natomiast, we wrześniu 2008 r. wartość aktywów rzeczowych i papierów wartościowych posiadanych przez bank była znacząco niższa od zobowiązań, które powstałyby na skutek zaciągnięcia kredytu w FED. Ponadto, zdaniem B. Bernanke’a udzielone wsparcie byłoby swoistym potwierdzeniem dla otoczenia bardzo złej kondycji spółki, co wywołałoby tzw. run na bank, a wtedy posiadane przez Lehman zabezpieczenie nie wystarczyłoby do zaspokojenia wszystkich roszczeń jego klientów i kontrahentów, a udzielona pożyczka zostałaby wykorzystana do ich spłacenia. W ten sposób pożyczone środki pokryłyby wierzycelności banku, nie chroniąc go przed upadkiem, a FED nie miałby możliwości ich późniejszego wyegzekwowania¹⁸.

B. Bernanke podkreślił, że na każdym etapie podejmowania decyzji dotyczących wsparcia Rezerwa Federalna miała na uwadze stabilność ca-

¹⁷ *Ibidem*, s. 175–176.

¹⁸ *Report of Anton R. Valukas*, vol. 4 of 9, Sec.III.A.6, s. 1503–1504.

łego systemu finansowego i nie zdawała sobie do końca sprawy ze stopnia nasilenia negatywnych konsekwencji upadku Lehman Brothers¹⁹. Charakterystyczne w wypowiedziach przewodniczącego FED jest jednak to, że wyjaśnia on jedynie przyczyny odmowy udzielenia przez Rezerwę pożyczki, nie wspominając o braku zgody na poręczenie transakcji z Barclays w newralgicznym momencie negocjacji z brytyjskim regulatorem.

Powstaje również pytanie o przyczyny wyraźnego braku konsekwencji amerykańskiego banku centralnego w sytuacji zagrożenia bankructwem różnych podmiotów sektora bankowego. Wielokrotnie udzielone w takich okolicznościach wsparcie w okresie poprzedzającym upadek Lehman Brothers pozwalało domniemywać próby podjęcia działań mających na celu uratowanie również jednego z największych banków inwestycyjnych USA. Tymczasem w tym przypadku FED nieoczekiwanie wycofał się z roli pożyczkodawcy ostatecznej instancji.

Powołując się ponownie na sformułowaną przez OECD definicję nadzoru korporacyjnego jako struktur stymulujących organy spółki i kadrę zarządzającą do osiągania celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej akcjonariuszy, poddać należy w wątpliwość właściwe wypełnianie tej roli przez Rezerwę Federalną występującą w roli nadzorcy zewnętrznego. Jeśli założy się, że w interesie banku leżało niedopuszczenie do jego upadłości, krytycznie ocenić trzeba decyzję FED o wycofaniu się z udzielenia wsparcia. Można również uznać, że aby działania kadry zarządzającej koncentrowały się na długookresowym interesie akcjonariuszy, niezbędne jest ich dyscyplinowanie poprzez uświadomienie zagrożeń związanych z możliwością bankructwa spółki. W tym kontekście zdecydowanie negatywnej ocenie należy poddać wsparcie udzielone przez FED wcześniej innym podmiotom pozwalające na późniejsze przekonanie władz Lehman Brothers o poparciu dla doktryny *Too Big To Fail*.

4.3. Ostateczny upadek spółki i przejęcie części aktywów przez Nomura Holding i Barclays Plc.

W dniu 14 sierpnia 2008 r. Christopher Cox zorganizował wirtualną konferencję członków rady dyrektorów Lehman Brothers. Nadmieniwszy na wstępie o ich powierniczym obowiązku w stosunku do akcjonariuszy, oświadczył, że nie chce wprowadzić ingerować w standardy nadzoru korporacyjnego, ale uważa, iż w zaistniałej sytuacji rada powinna

19 *Ibidem*, s. 1505.

opowiedzieć się za ogłoszeniem upadłości banku. Wobec tak bezprecedensowego kroku przewodniczącego SEC, dyrektorzy, w tym Richard Fuld, jednogłośnie zagłosowali za poparciem jego postulatu. Zaraz potem prawnicy zaczęli przygotowywać stosowną dokumentację i w nocy z 14 na 15 sierpnia wnioszek o upadłość działającej na rynku od 158 lat spółki trafił do sądu U.S. Bankruptcy Court w Nowym Jorku²⁰.

Biorąc pod uwagę wartość aktywów, bankructwo grupy Lehman Brothers uznaje się za największe w historii gospodarki światowej, a jego skala przewyższyła znacznie głośne upadki spółek WorldCom i Enron. Postępowanie likwidacyjne wobec jednego z czołowych banków inwestycyjnych na świecie, z racji jego rozwiniętej międzynarodowej struktury, składało się z 75 odrębnych procesów upadłościowych przeprowadzanych w różnych krajach²¹. W USA odrębne postępowania dotyczyły spółki matki (LBHI) oraz amerykańskiej części holdingu zajmującej się działalnością brokerską (Lehman Brothers Inc.). Ponadto, pod wieloma jurysdykcjami europejskimi i azjatyckimi prowadzone były i są odrębne postępowania obejmujące przedstawione na schemacie 6 oddziały banku na świecie. W likwidację grupy zaangażowało się bezpośrednio 16 likwidatorów w różnych krajach, w tym m.in. PriceWaterhouseCoopers, KPMG oraz Oh-Ebashi, którzy dodatkowo korzystali z usług pojedynczych osób lub całych kancelarii prawnych. W samym tylko Londynie zespół odpowiedzialny za likwidację LBIE (Lehman Brothers International Europe) liczył około 200 osób wspomagających się niekiedy współpracą z kolejnymi zespołami w Nowym Jorku, Niemczech, Włoszech, Francji i państwach azjatyckich. Szacunkowo prognozuje się, że proces likwidacji może potrwać nawet do 15 lat.

Przedstawione dane obrazują skalę działalności banku i stanowią odzwierciedlanie dramatycznych konsekwencji, z jakimi zmierzyć musiał się rynek po bankructwie spółki o tak skomplikowanej strukturze i szerokim zakresie działania. W obliczu zaniedbań nadzoru, które w niesprzyjających okolicznościach rynkowych doprowadziły do upadku banku, należałoby postawić pytanie o metody działania, które na etapie upadłości mogłyby zminimalizować straty interesariuszy.

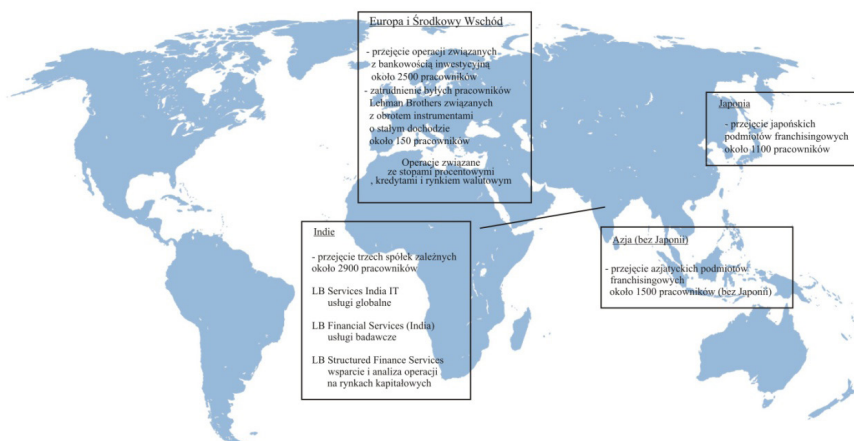
Za jedną z takich metod można by uznać sprzedaż części grupy odpowiedzialnej za obsługę transakcji na rynku kapitałowym japońskiemu podmiotowi Nomura Holdings Inc. Pozwoliło to na zachowanie miejsc pracy ponad 8000 pracowników Lehman Brothers (patrz:

20 M.T. Williams, *Uncontrolled...*, s. 177.

21 T. Obal, M. Szymońska, *Upadłość banku inwestycyjnego na przykładzie Lehman Brothers*, „Bezpieczny Bank” 2009, nr 1(38), s. 58.

schemat 9). Jednak z racji specyfiki kierunku działalności sprzedanej linii biznesowej trudno w tym przypadku wskazać inną niż pracownicy grupę interesariuszy, których straty zmniejszyły się dzięki tej operacji. Można jeszcze uznać, że na przejęciu działu świadczącego usługi koncentrujące się w głównej mierze na doradztwie w zakresie sprzedaży i zakupie spółek skorzystali dotychczasowi klienci Lehman Brothers, nie musząc poszukiwać nowych partnerów. Natomiast dla pozostałych uczestników rynku transakcja z Nomura Holdings nie miała większego znaczenia. Japoński holding, zakupując linię obsługi transakcji biznesowych, „ocalił” dział, w przypadku którego w najmniejszym stopniu klienci powierzają swój kapitał pracownikom banku. Charakterystyczne jest jednak to, że zatrudnił jednocześnie 150 byłych pracowników Lehman Brothers odpowiedzialnych za działalność w obszarze zarządzania instrumentami finansowymi o stałym dochodzie związanymi ze stopami procentowymi i kredytami. Była to sfera funkcjonowania banku, która ostatecznie wygenerowała największe straty dla klientów. Można zatem postawić tezę, że owe straty zostały zaliczone w poczet społecznych kosztów bankructwa, a niektórzy z pracowników, którzy się do nich przyczynili, nie stracili nawet swoich posad, kontynuując pracę w Nomura Holdings Inc.

Schemat 9. Przejęcie części grupy Lehman Brothers przez Nomura Holdings Inc.



Źródło: Nomura Holdings, Inc., *Acquisition of Former Lehman Brothers Operations*, October 2008, s. 4.

Przyjęcie takiej perspektywy oceny użyteczności nabycia części aktywów upadłego banku pozwala natomiast na pozytywne odniesienie się do transakcji przeprowadzonej Barclays Plc. zaledwie tydzień po 15 września 2008 r. Brytyjska spółka zakupiła od grupy Lehman Brothers podmioty LBHI i LBI, które prowadziły działalność w obszarze bankowości inwestycyjnej i brokerskiej obejmującej transakcje na rynku instrumentów o stałym dochodzie, a także na rynku akcji i kontraktów futures oraz inne operacje związane z bankowością inwestycyjną. Umowa sprzedaży zawierała również postanowienia o zbyciu budynku siedziby głównie Lehman w Nowym Jorku oraz innych aktywów trwałych należących do LBHI i LBI²². Po kilkudniowych negocjacjach Barclays zapłacił Lehman za odkupione od niego budynki i zdeponował 250 mln USD w Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), zabezpieczając tym samym nabyte aktywa finansowe, dla których przeprowadzane były tzw. rozrachunki clearingowe.

Umowa z Barclays nie tylko pozwoliła na zachowanie stanowisk przez wielu pracowników Lehman Brothers. Brytyjski bank przejął również na siebie część zagrożeń związanych z nabytymi operacjami na rynkach finansowych, zmniejszając w ten sposób ryzyko systemowe i łagodząc skutki upadku w odniesieniu do podmiotów będących drugą stroną przeprowadzonych wcześniej transakcji. Jednak kroki podjęte przez Barclays nie mogą zostać ocenione jednoznacznie pozytywnie w odniesieniu do wpływu na minimalizowanie strat interesariuszy banku Lehman Brothers.

Po pierwsze, okazało się, że dokonując transakcji zakupu spółek LBHI i LBI Barclays, przywłaszczył sobie również część środków trwałych oraz danych o klientach należących do spółek zależnych od LBI, tj. LBCS, LCPI, LBSF, LBCS, które nie były przedmiotem umowy²³. Wydaje się, że Barclays skorzystał z nieuporządkowanej sytuacji zaistniałej w Lehman Brothers tuż po ogłoszeniu bankructwa, stając się właścicielem dodatkowych aktywów i uszczuplając tym samym wartość masy upadłościowej. Wprawdzie rozpatrując późniejszy pozew Lehman przeciwko Barclays, sąd uznał powyższe postępowanie za niezamierzone i oddalił wniosek o odszkodowanie w wysokości 11 mld USD, przyznał jednak przy tym, że „procedura sprzedaży była niedoskonała i nie odbyła się bez wad”²⁴.

Po drugie, kwestią dyskusyjną są również decyzje brytyjskiego regulatora rynku finansowego FSA, który tuż przed upadkiem Lehman

22 *Report of Anton R. Valukas*, vol. 5 of 9, Sec.III.C.2, s. 1992.

23 *Ibidem*, s. 2078.

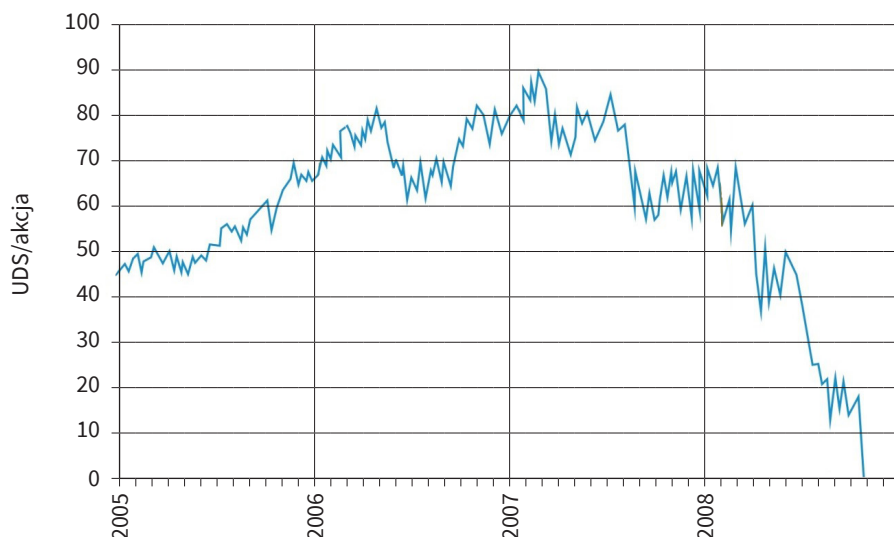
24 T. Barzdo, *Lehman Brothers przegrał proces przeciwko bankowi Barclays o 11 mld dolarów*, „Gazeta Prawna”, 23.02.2011.

Brothers wycofał się z udzielonej wcześniej zgody na przejęcie części banku, natomiast na kilka dni po bankructwie spółki nie wniósł już zastrzeżeń do transakcji jej zakupu. Należy oczywiście zauważyć, że wcześniej FSA nie zabronił Barclays nabycia zagrożonej spółki, a jedynie uzależnił wydanie przez siebie pozwolenia od udzielenia gwarancji rządowych. Trzeba też przyznać, że ostatecznie brytyjski bank kupił jedynie wybraną część aktywów Lehman Brothers, decydując się na przejęcie niewielkiej części ryzyka związanego z działalnością całego holdingu. Wydaje się jednak, że zestawienie ze sobą wszystkich faktów odnoszących się do transakcji z Barclays – od zmiany decyzji regulatora przyczyniającej się pośrednio do bankructwa po pospieszny tryb zrealizowania umowy sprzedaży niemal natychmiast po ogłoszeniu upadłości, która pociągnęła za sobą wydatne zmniejszenie wartości masy upadłościowej – potwierdzają tezę, że interes akcjonariuszy, deponentów oraz większości klientów i kontrahentów banku również w tym przypadku nie był należycie chroniony. Uzasadnione w tej sytuacji wydaje się być przekonanie, że zarówno podczas prowadzenia działalności przez bank, jak i po ogłoszeniu przez niego upadłości nie istniały skuteczne mechanizmy wymuszające dbałość o kapitał powierzony spółce przez interesariuszy.

Podsumowując rozważania nad systemem nadzoru nad bankiem Lehman Brothers, warto jeszcze dokonać zestawienia grup podmiotów, które poniosły największe konsekwencje jego bankructwa. Z punktu widzenia analizy klasycznego modelu agencji w relacjach *corporate governance* (właściciel–menedżer) należałoby skoncentrować się na skuteczności ochrony interesów akcjonariuszy. Specyfika funkcjonowania sektora bankowego, w przypadku którego istnieje wiele dodatkowych podmiotów powierzających spółce kapitał, wymaga dodatkowo zwrócenia uwagi na straty poniesione przez kontrahentów i różne grupy klientów banku.

Uwzględniając fakt, że około 30% akcji Lehman Brothers pozostawało w rękach jego pracowników²⁵, dla których nabycie tych walorów nie wiązało się zwykle z adekwatnymi do ich ceny rynkowej kosztami, o najbardziej dotkliwych konsekwencjach poniesionych w wyniku upadłości banku mówić można w odniesieniu do pozostałych 70% akcjonariuszy. Najlepszym odzwierciedleniem skali strat posiadaczy akcji LEH jest przedstawione na wykresie 6 kształtowanie się ceny tych podstawowych instrumentów udziałowych na przestrzeni kilku lat poprzedzających upadek spółki.

25 M.T. Williams, *Uncontrolled...*, s. 6.

Wykres 6. Cena akcji Lehman Brothers w latach 2005–2008 (w USD)

Źródło: R. Muhlenkamp, *Bailouts, Your Dollars & the Whole Credit Mess*, Muhlenkamp & Company, Inc., November 2008, s. 2.

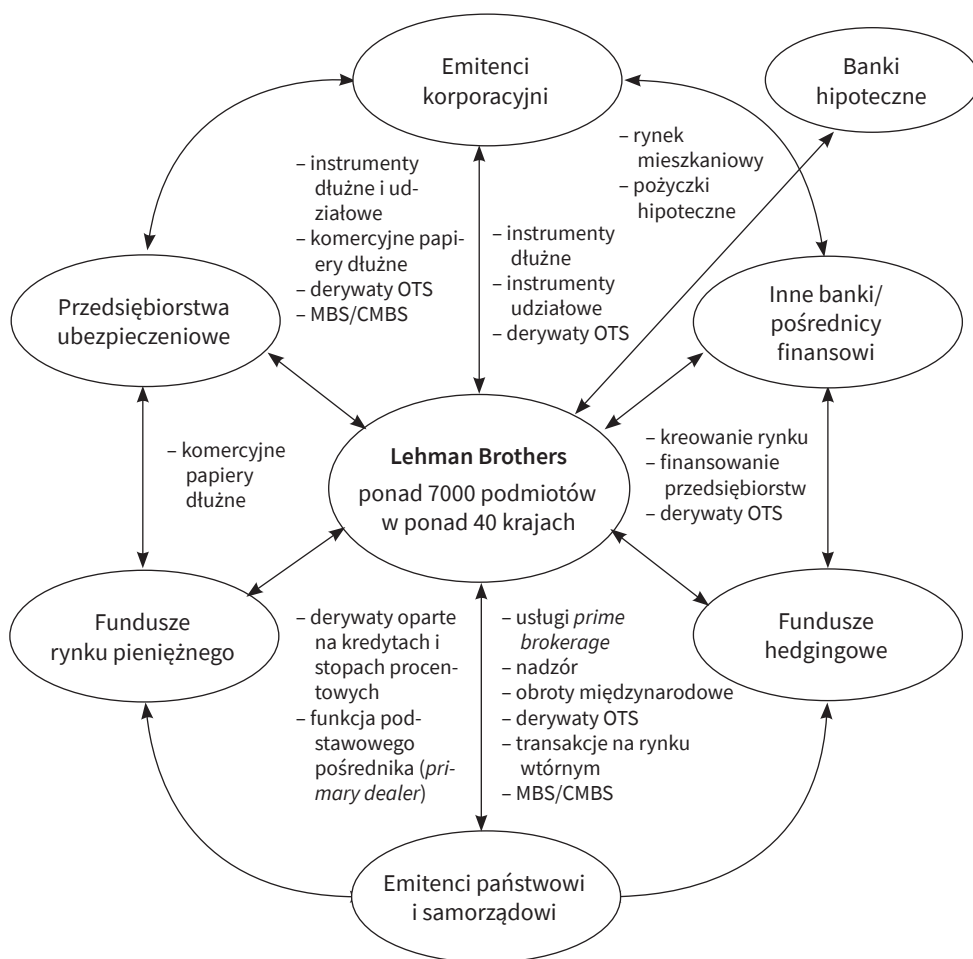
Choć w 2008 r. wszystkie akcje wyemitowane przez LBHI zostały wycofane z obrotu giełdowego, to postępowanie likwidacyjne Lehman Brothers zakładało utworzenie tzw. *liquidating trust*²⁶ (Lehman Brothers Holdings Inc Plan Trust), do którego została przekazana wyemitowana przez LBHI już po ogłoszeniu upadłości jedna akcja zwykła (*Plan Stock*). Była ona ucieleśnieniem praw posiadaczy wycofanych w wyniku bankructwa akcji holdingu Lehman Brothers, jednak odnosiła się jedynie do udziału w majątku LBHI Plan Trust. Charakterystyczne jest jednak to, że administrator LBHI Plan Trust w piśmie do byłych akcjonariuszy zazna-czył wyraźnie, że „nie należy oczekiwać, iż którykolwiek byłby posiadacz akcji LBHI otrzyma jakiegokolwiek wypłaty z tytułu udziałów w LBHI Plan Trust”²⁷. Należy przypuszczać, że intencją tak sformułowanego przekazu było podkreślenie, że majątek *liquidating trust* nie będzie wystarczający dla zaspokojenia roszczeń wierzycieli i zwrotu akcjonariuszom zainwestowanego w instrumenty udziałowe kapitału.

26 Podmiot tworzony w celu przeprowadzenia likwidacji spółki, do którego przenosi się upadłe przedsiębiorstwo aby ochronić masę upadłościową zanim zostanie sprzedana. Utworzenie *liquidating trust* ma na celu likwidację spółki w najkrótszym możliwym terminie (na podstawie: www.definitions.uslegal.com, dostęp 02.05.2013).

27 Notification to former record common stockholders of Lehman Brothers Holding Inc., http://www.costbasis.com/images/Letter_to_Former_Common_Stockholders.pdf (dostęp 02.05.2013).

Działalność spółki Lehman Brothers w sektorze bankowości inwestycyjnej i jej duże zaangażowanie w kreowanie i obrót skomplikowanymi instrumentami finansowymi implikuje istnienie szerszego grona podmiotów, które poniosły straty w wyniku jej bankructwa. Na schemacie 10 ujęto najważniejsze grupy interesariuszy dotkniętych konsekwencjami upadku Lehman Brothers.

Schemat 10. Grupy podmiotów, które poniosły straty w wyniku ogłoszenia upadłości przez Lehman Brothers



Źródło: *Lehman Brothers' Bankruptcy. Lessons learned for the survivors*, A publication of the PricewaterhouseCoopers' Financial Services Institute (FSI), August 2009, s. 6.

Rozważając wpływ upadku Lehman Brothers na uczestników rynków finansowych, wymienia się zwykle trzy zasadnicze kanały transmisji negatywnych skutków bankructwa spółki. Pierwszym z nich są instrumenty dłużne wyemitowane przez bank, których wartość na 30 sierpnia 2008 r. szacuje się na 110 mld USD w papierach długoterminowych. Stan zadłużenia krótkoterminowego na koniec maja 2008 r. wynosił około 8 mld USD, jednak uznaje się, że od tego czasu został on znacznie zredukowany²⁸. Instrumenty poświadczające zobowiązania Lehman Brothers znajdowały się w posiadaniu niemal wszystkich grup podmiotów ujętych na schemacie 10. Ponadto, część długu banku była również „ukryta” w skomplikowanych instrumentach pochodnych, takich jak oparte na zobowiązaniach papiery typu Collateralized Debt Obligations (CDO), które do dzisiaj znajdują się w obrocie rynkowym. Drugi obszar oddziaływania na rynki finansowe związany jest z zawartymi przez Lehman Brothers umowami terminowymi, takimi jak transakcje repo, kontrakty terminowe, opcje, swapy itd. W tym przypadku podmiotami bezpośrednio narażonymi na negatywne konsekwencje bankructwa kontrahenta były przede wszystkim inne banki i domy maklerskie, pośrednio natomiast ryzyko to dotyczy również ich pojedynczych klientów i inwestorów instytucjonalnych.

Jako ostatni kanał transmisji należy wymienić oddziaływanie bankructwa Lehman Brothers w zakresie ogólnorynkowym, również w odniesieniu do podmiotów nie będących bezpośrednimi interesariuszami spółki. Upadek holdingu wpłynął na ceny niemal wszystkich instrumentów finansowych. Nie chodzi w tym przypadku tylko o załamanie indeksów giełdowych po 15 września 2008 r. Można domniemywać, że wierzyciele LBHI, odzyskawszy część zabezpieczeń transakcji zawartych wcześniej z upadłym bankiem, dążyli do redukcji swoich sum bilansowych i upłynniania uzyskanych aktywów, przez co, zwiększając podaż instrumentów, oddziałowali dodatkowo na ich ceny. Ponadto, mniejsza skłonność do nabywania walorów poświadczających finansowanie wysoko lewarowanych podmiotów deficytowych spowodowała presję na podwyższenie ich kapitałów własnych zabezpieczających przedmiotowe transakcje. W ten sposób konsekwencje upadku Lehman Brothers odczuwalne były w całym sektorze finansowym. Jednak ten ostatni aspekt, choć w odniesieniu do pojedynczej spółki może być odebrany negatywnie, dla całego systemu powinien być mechanizmem dyscyplinującym i zwiększającym stabilność finansową sektora.

Przedstawione analizy dowodzą, że ogłoszenie upadłości przez Lehman Brothers miało znaczące konsekwencje dla szerokiego grona uczest-

28 A. Imran, A. Hassan, W. Ahmad, O. Ur Rehman, S. Husasin, *Investment Banking Project*, Bahria University, Pakistan, s. 13.

ników rynku. W kontekście przeprowadzonych wcześniej rozważań nad poprawnością funkcjonowania przyjętego modelu *corporate governance* należy sformułować wniosek, że winą za znaczną część tych strat obarczyć można organy powołane do przestrzegania standardu powierniczego i dbania o stabilność podmiotu, uznawanego za instytucję zaufania publicznego. Mnogość grup interesów, które poniosły straty na skutek zaniedbań w obszarze władztwa korporacyjnego, a także brak wyciągnięcia konsekwencji w odniesieniu do organów odpowiedzialnych za nadzór nad powierzonym przez kapitałodawców majątkiem, powinien prowadzić do inicjatyw zmierzających w kierunku weryfikacji działania mechanizmów nadzorczych i skutecznego egzekwowania obowiązków dbałości, lojalności oraz ochrony praw i kapitału interesariuszy banku.

Rozdział 5

Regulacje nadzoru w odpowiedzi na kryzys

5.1. Raporty OECD i Komitetu Bazylejskiego

Bank Lehman Brothers okazał się być jednym z wielu podmiotów, w których zidentyfikowano nieprawidłowości w obszarze *corporate governance*, a dysfunkcyjność nadzoru w systemie finansowym została uznana za jedną z istotnych przyczyn kryzysu, którego symbolicznym początkiem był upadek opisanego w książce holdingu¹. Taka diagnoza źródła załamania rynków finansowych stała się oczywistym przyczynkiem do zintensyfikowania dyskusji na temat adekwatności uregulowań ładu korporacyjnego w instytucjach sektora bankowego. Oprócz organów krajowych stosowne postulaty w tym zakresie opublikowały ciała międzynarodowe, takie jak OECD i Komitet Bazylejski. Uaktualniały one wydane wcześniej regulacje o najistotniejsze, zdaniem obserwatorów i badaczy, kwestie, których nieprawidłowości przyczyniły się do powstania kryzysu.

Począwszy od roku 2008, OECD wydało aż pięć dokumentów regulujących sferę nadzoru². W literaturze przedmiotu szczególnie często przywoływany jest raport G. Kirkpatricka *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, wskazujący na te obszary władztwa korporacyjnego, które w największej mierze przyczyniły się do po-

1 I. Kołodkiewicz, *Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął*, „Master of Business Administration” 2010, vol. 3(104), s. 86.

2 OECD, *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective*, 2008; OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Key Findings and Main Messages*, Paris 2009; G. Kirkpatrick, *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD, 2009; OECD, *The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies*, Paris 2009; OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, Paris 2010.

wstania zjawisk kryzysowych w sektorze bankowym³. Wspomniany dokument podkreśla przede wszystkim istotną rolę nieprawidłowości w zakresie zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych, niedostateczne zaangażowanie rad dyrektorów w monitorowanie realizacji strategii nadzorowanych podmiotów, brak przejrzystości ujawnianych informacji, a także nieprzestrzeganie standardów rachunkowości oraz niewłaściwą konstrukcję systemów wynagradzania. Autorzy innego raportu (*Corporate Governance and the Financial Crisis*) oprócz wymienionych powyżej kwestii podkreślili jeszcze pasywność akcjonariuszy i brak działań mających na celu ujednolicenie celów menedżerów i właścicieli akcji. OECD wysunęło szereg postulatów w odpowiedzi na wymienione w raportach problemy, których podsumowanie przedstawiono w tabeli 14.

Postulaty wysunięte przez OECD znalazły swoje odzwierciedlenie w zaproponowanych w 2010 r., a następnie zrewidowanych w 2015 r. wytycznych opublikowanych przez Komitet Bazylejski. Można jednak odnieść wrażenie, że chociaż zarówno raporty OECD, jak i BCBS stanowiły odpowiedź regulatorów na zaobserwowane podczas kryzysu nieprawidłowości, to uregulowania w nich zawarte nie różniły się istotnie od tych opublikowanych przed kryzysem, które przedstawiono w rozdziale 1. Raport G. Kirkpatricka odnosi się wręcz bezpośrednio do zasad OECD z 2004 r., wskazując, że gros z nich nie było przestrzeganych lub implementowano je powierzchownie, tracąc zamierzony cel i nie wzmacniając tym samym systemu nadzoru. Porównanie postulatów zawartych w kodeksach Komitetu Bazylejskiego z 2006 i 2015 r. przedstawiono w tabeli 15.

Powyższe zestawienie dowodzi zbieżności regulacji przed- i pokryzysowych we wszystkich dziedzinach z wyjątkiem zarządzania ryzykiem banku. Doświadczenia kryzysu *subprime* sprawiły, że Komitet Bazylejski na tę kwestię zwrócił szczególną uwagę, podkreślając konieczność wydzielenia komórki zarządzającej ryzykiem, wyposażenia jej w odpowiednie zasoby, odpowiedniego systemu raportowania ryzyka, opracowania polityki zarządzania ryzykiem i nadzorowania zgodności działań banku z założeniami dotyczącymi przyjętych procedur ostrożnościowych.

3 Patrz np. M. Aluchna, *Reformy corporate governance po kryzysie finansowym*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 358, Wrocław 2014; M. Jerzemowska, K. Campbell, K. Najman, *Przyczynki do oceny polskich regulacji nadzoru korporacyjnego*, „Master of Business Administration” 2010, nr 6(115); A. Samborski, *Kryzys finansowy a nadzór korporacyjny*, „Problemy Zarządzania” 2011, vol. 9, nr 1 (31).

Tabela 14. Propozycje rozwiązań mające na celu eliminację dysfunkcji nadzoru wskazanych w raportach OECD

Składowa systemu	Propozycje rozwiązań
Wynagrodzenia dla kadry zarządzającej	– Wzrost przejrzystości stosowanego systemu wynagradzania, ujawnienie powiązań wynagrodzenia z wynikami, kryteriów wyników, powiązania z ryzykiem, – zorientowanie wynagrodzenia na długookresowe cele – wzrost dopasowania systemu wynagradzania do potrzeb spółki (zwiększenie elastyczności stosowanych rozwiązań) – zapewnienie wysokich standardów procesu tworzenia praktyk <i>corporate governance</i>, zaangażowanie w ten proces niewykonawczych i niezależnych członków rady – przedstawiania polityki wynagrodzeń na walnym zgromadzeniu i poddawanie jej pod osąd akcjonariuszy
System zarządzania ryzykiem	– Identyfikowanie ryzyka operacyjnego, strategicznego, rynkowego oraz ryzyka wynikającego ze specyfiki danego przedsiębiorstwa – celem zarządzania ryzykiem ma nie być jego eliminacja, lecz zrozumienie, zarządzanie nim oraz w razie potrzeby odpowiednie komunikowanie – rada powinna dokonywać przeglądów oraz dostarczać wytycznych wiążących strategię organizacji z orientacją na ryzyko oraz dotyczących wewnętrznej struktury zarządzania ryzykiem – dobrą praktyką powinno być zapewnienie niezależności zarządzania ryzykiem i funkcji kontroli od centrów zysków oraz niezależność raportowania – jawność procesów zarządzania ryzykiem i wyników oceny ryzyka, komunikacja z rynkiem – wzrost świadomości w zakresie dobrych praktyk zarządzania ryzykiem i zwiększenie stopnia implementacji zaleceń
Rada dyrektorów/ rada nadzorcza	– Budowa kompetentnej i niezależnej rady (równowaga między formalną niezależnością a niezbędnymi w radzie kompetencjami) – wzrost zaangażowania akcjonariuszy w budowę rady – rozdział funkcji prezesa (CEO) i przewodniczącego rady w radzie dyrektorów – dobrą praktyką powinna być budowa przez radę polityki skierowanej na identyfikację zbioru najlepszych umiejętności rady prowadząca do wzrostu jej efektywności
Wykonywanie praw przez akcjonariuszy	– Konieczność powiązania interesów akcjonariuszy i kadry zarządzającej w perspektywie długookresowej – potrzeba wzrostu aktywności akcjonariuszy, zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych – większa orientacja na budowę relacji z akcjonariuszami – ograniczenie barier w głosowaniu akcjonariuszy, wprowadzenie możliwości głosowania przez Internet – eliminacja barier ograniczających udział w WZA (np. blokowanie akcji)
Transparentność, przestrzeganie standardów rachunkowości	– Ujawnianie przewidywalnych czynników ryzyka – zapewnienie wysokiej jakości ujawnień zarówno ilościowych, jak i jakościowych – ujawnianie transakcji pozabilansowych, – poprawa rzetelności wyceny aktywów (wycena zgodna z wytycznymi <i>Financial Accounting Standards Board</i> (FASB))

Źródło: I. Koładkiewicz, *Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął*, „Master of Business Administration” 2010, vol. 3(104), s. 92; G. Kirkpatrick, *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD, 2009, s. 25–26.

Tabela 15. Zasady nadzoru korporacyjnego w kodeksach Komitetu Bazylejskiego

Element nadzoru	<i>Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, BIS 2006*</i>	<i>Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks, BIS 2016**</i>
Rada banku	Członkowie rady powinni posiadać kwalifikacje do pełnienia tej funkcji, rozumieć swoją rolę w nadzorze korporacyjnym i być w stanie dokonać godnych zaufania osądów w sprawach dotyczących działalności banku	Członkowie rady powinni posiadać kwalifikacje (rozpatrywane indywidualnie i zbiorowo), do pełnienia swoich funkcji. Powinni rozumieć istotę pełnionego przez nich nadzoru i swoją rolę w kształtowaniu ładu korporacyjnego oraz być w stanie wydawać godne zaufania, obiektywne oceny spraw związanych z działalnością banku
	Rada powinna zatwierdzać i nadzorować cele strategiczne banku i wartości korporacyjne, które są przekazywane wszystkim członkom organizacji	Rada posiada pełną odpowiedzialność za bank, w tym zatwierdzanie i nadzorowanie wdrażania celów strategicznych, ram zarządzania i kultury organizacyjnej
	Rada powinna ustanowić i egzekwować wyraźnie wyznaczone obszary obowiązków i odpowiedzialności w całej organizacji	Rada powinna zdefiniować odpowiednie struktury i praktyki zarządzania własną działalnością oraz wdrożyć środki pozwalające na realizację wyznaczonych praktyk, a także okresowo weryfikować własną skuteczność działania
	Rada powinna upewnić się, że polityka zarządzania sprawowanego przez kierownictwo jest spójna z polityką rady	Pod kierunkiem i nadzorem rady, zarząd powinien wykonywać i zarządzać działalnością banku w sposób zgodny ze strategią biznesową, apetytem na ryzyko, polityką wynagrodzeń i innymi politykami zatwierdzonymi przez radę
Audyt wewnętrzny i zewnętrzny	Rada i kierownictwo wyższego szczebla powinny skutecznie wykorzystywać rezultaty kontroli prowadzonych przez jednostki audytu wewnętrznego, audytorów zewnętrznych i wewnętrzne organy pełniące funkcje kontrolne	Działalność komórek audytu wewnętrznego powinna zapewnić radzie niezależny głos doradczy wspierający radę i kierownictwo wyższego szczebla w sprawowaniu efektywnego nadzoru ukierunkowanego długoterminową stabilność banku
Polityka wynagrodzeń	Rada powinna zagwarantować, że wdrożona polityka i praktyki w zakresie wynagrodzeń są zgodne z kulturą korporacyjną banku, długoterminowymi celami i strategią oraz środowiskiem kontroli	Struktura wynagrodzeń banku powinna wspierać przyjęte standardy nadzoru korporacyjnego i politykę zarządzania ryzykiem
Polityka zarządzania ryzykiem banku		Bank powinien wydzielić w swojej strukturze komórkę niezależnego zarządzania ryzykiem, pod kierunkiem dyrektora ds. ryzyka (CRO), zapewniając mu wystarczającą pozycję, niezależność, zasoby i komunikację z pozostałymi członkami rady

Element nadzoru	<i>Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations, BIS 2006*</i>	<i>Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks, BIS 2016**</i>
		Ryzyka powinny być identyfikowane, monitorowane i kontrolowane na bieżąco zarówno na poziomie całego banku jak i jego poszczególnych oddziałów. Zaawansowane zarządzanie ryzykiem banku i wewnętrzna infrastruktura kontroli powinny podążać za zmianami w profilu ryzyka banku oraz uwarunkowaniami zewnętrznymi
		Skuteczne zarządzanie ryzykiem wymaga skonstruowania odpowiedniego modelu komunikacji dotyczącej poziomu ryzyka w strukturze organizacyjnej banku poprzez właściwy system raportowania ryzyka do rady i kierownictwa
		Rada banku jest odpowiedzialna za nadzór nad zarządzaniem tzw. ryzykiem braku zgodności. Rada powinna wydzielić komórkę ds. nadzoru zgodności oraz zatwierdzać polityki i procedury banku w odniesieniu do identyfikacji, oceny, monitorowania, raportowania oraz doradztwa w zakresie ryzyka braku zgodności
Przejrzystość i transparentność	Bank powinien być nadzorowany w sposób transparentny	Procedury nadzoru nad bankiem powinny być przejrzyste dla jego akcjonariuszy, deponentów, innych zainteresowanych stron i uczestników rynku
Zrozumienie struktury/ Zarządzanie grupą kapitałową	Rada i kierownictwo wyższego szczebla powinni zrozumieć strukturę operacyjną banku, w szczególności ramy prawne, w jakich prowadzi działalność oraz te elementy struktury, które ograniczają przejrzystość podejmowanych działań	W strukturze grupy kapitałowej rada spółki dominującej ponosi odpowiedzialność za grupę, zapewnia ustanowienie i funkcjonowanie jasnych ram nadzoru odpowiednich dla struktury, działalności i ryzyka grupy i jej podmiotów. Członkowie rady i zarządu powinni znać i rozumieć strukturę organizacyjną bankowej grupy kapitałowej i ryzyko, które związane z jej działalnością
Zewnętrzne organy nadzoru	Organy nadzoru powinny wytyczać reguły i dobre praktyki ładu korporacyjnego, oceniać stopień ich wdrożenia, oceniać jakość funkcji audytu i kontroli, monitorować funkcjonowanie grup kapitałowych, zwracać uwagę rady i kierownictwa na wykryte nieprawidłowości oraz traktować standardy nadzoru jako element ochrony interesów deponentów	Organy nadzoru powinny opracować wskazówki dotyczące ładu korporacyjnego w bankach, w szczególności poprzez kompleksowe oceny i regularne konsultacje z radami banków i kierownictwem wyższego szczebla; powinny wymagać poprawy i podejmowania działań naprawczych w razie potrzeby oraz udostępniać informacje na temat ładu korporacyjnego innym organom nadzoru

* Working Group on Corporate Governance of the Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, Basel 2006.

** Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks*, July 2015.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, Basel 2006; Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks*, July 2015.

Analizując politykę zarządzania ryzykiem w Lehman Brothers opisaną w rozdziale 3, większość postulatów wysuniętych przez BIS w 2015 r. uznać można w tym przypadku za spełnione. W strukturze organizacyjnej banku nie wyodrębniono jedynie komórki nadzorującej ryzyko braku zgodności, jednak do 2006 r. sprawozdania SEC uznawały ramy zarządzania ryzykiem w Lehman Brothers jako całkowicie zgodne z wymogami regulatora⁴.

Podsumowując rozważania dotyczące międzynarodowych regulacji w zakresie tzw. miękkiego prawa opublikowanych po upadku Lehman Brothers, autorka znajduje trzy najistotniejsze słabości wystosowanych uregulowań:

- w większości powtarzają one zasady postulowane w kodeksach wydanych przed kryzysem finansowym;
- sformułowane są na wysokim poziomie ogólności, wprowadzającym szeroką dowolność interpretacyjną i zakres wdrożeniowy;
- nie mają charakteru obligatoryjnego.

Można domniemywać zatem, że mnożenie kolejnych uregulowań nie przyniesie pożądanych rezultatów w postaci zwiększenia stabilności sektora. Działania nadzorcze należałoby raczej skierować na ocenę rzeczywistej rzetelnej i precyzyjnej implementacji zaproponowanych przepisów. Badacze podkreślają, że przestrzeganie kodeksów oparte jest często o tzw. *box-ticking*, czyli formalne „odhaczanie” poszczególnych zasad bez pełnego ich zrozumienia i podejmowania próby budowy skutecznego systemu nadzoru⁵.

5.2. Ustawa Dodd-Frank Act

Problem szerokiej dowolności interpretacji i zakresu wdrażania opracowanych zaleceń nie występuje w przypadku przepisów ustawowych. W tym kontekście regulacje prawne uznać należy za bardziej skuteczne i silniej oddziałujące na funkcjonujące na rynku podmioty. Przyjętą w 2010 r. nową ustawę Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)⁶ uznaje się nawet za dokument otwierający nową erę w zakresie regulacji rynku kapitałowego⁷.

4 R.Z. Wiggins, A. Metrick, *The Lehman Brothers Bankruptcy B: Risk Limits and Stress-Tests*, Yale Program of Financial Stability Case Study, 2014, s. 2.

5 I. Kołatkiewicz, *Historia...*, s. 95.

6 The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111-203, H.R. 4173.

7 M. Aluchna, O. Mikołajczyk, *Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 112, SGH, Warszawa 2011, s. 44.

Podpisana w 2010 r. przez Baracka Obamę ustawa, której tekst liczy ponad 2300 stron, odnosi się do problematyki nadzoru przede wszystkim w sześciu zapisach (Section 951–954, 971–972). Wprowadzają one uregulowania wynagrodzenia menedżerów, przyznają akcjonariuszom szersze uprawnienia w zakresie nominacji członków rady i nakazują ujawnienie faktu łączenia funkcji CEO i przewodniczącego rady.

Przepisy rozdziałów 951–954 dają akcjonariuszom możliwość wydawania niewiążących opinii dotyczących wynagradzania menedżerów (*say on pay*), zobowiązują spółki do tworzenia komitetów ds. wynagrodzeń składających się tylko z członków niezależnych, nakazują ujawnianie szerszego zakresu danych dotyczących wynagrodzeń (takich jak np. medianę rocznego wynagrodzenia wszystkich pracowników przedsiębiorstwa, roczne całkowite wynagrodzenie prezesa, stosunek wynagrodzenia prezesa do wynagrodzenia pozostałych pracowników, związek między wynagrodzeniem a wynikami spółki itd.) oraz umożliwiają wydanie nakazu zwrotu nienależnie wypłaconego wynagrodzenia (*clawbacks*). Rozdział 971 upoważnia akcjonariuszy posiadających co najmniej 3% akcji do powoływania członków rady i wykonywania prawa głosu, natomiast rozdz. 972 wprowadza wspomniany obowiązek ujawniania łączenia stanowisk.

Podkreśla się często, że Dodd-Frank Act nawiązuje do uchylonej w 1999 r. ustawy Glass-Steagall Act opisanej w rozdziale 1⁸. Jej zapisy stosuje się m.in. do instytucji zaliczonych do grupy „zbyt duży, aby upaść”, które objęte są ubezpieczeniami depozytów i mają dostęp do pożyczek z FED. Podmioty spełniające powyższe kryteria na mocy Dodd-Frank Act nie mogą uczestniczyć w handlu na rynkach finansowych na własny rachunek oraz sprawować kontroli (kapitałowej i innej) nad funduszami hedgingowymi i przedsiębiorstwami *private equity*. Na potrzeby ustawy precyzyjnie zdefiniowano sformułowanie „handlu na rynkach finansowych na własny rachunek”, wskazując w szczególności na transakcje zabezpieczające oraz animowanie rynku, czyli wspomaganie płynności papierów wartościowych⁹. Warto zauważyć, że takie doprecyzowanie zakazu nie przywraca zapisów Glass-Steagall Act i zezwala na łączenie działalności inwestycyjnej z przyjmowaniem depozytów.

Projekt ustawy Dodd-Frank Act spotkał się z szeroką krytyką zarówno wśród praktyków biznesu, jak i w środowisku akademickim. Interesujące jest spostrzeżenie, że opór i próby blokowania ustawy przez instytucje finansowe uznaje się za dowód na to, iż jej postanowienia trafiają w sedno

8 Z. Grocholski, *Banki i rynki finansowe. Od zaufania publicznego do kasyna?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2016.

9 *Ibidem*, s. 388.

problemu trapiącego współczesne rynki finansowe¹⁰. Z drugiej natomiast strony zarzuty badaczy odwołują się do nieskuteczności zapisów i nazywają je niekiedy „bublem prawnym”¹¹ lub wręcz „szarlatanerią”¹².

Wśród zarzutów środowiska akademickiego wymienić należy traktowanie zapisów ustawy jako nakaz tzw. ujawnień terapeutycznych (*therapeutic disclosures*), to znaczy nie niosących żadnych wartościowych informacji dla inwestorów, a jedynie dyscyplinujących w pewien sposób interesariuszy wewnętrznych (w szczególności radę i zarząd)¹³. Za tego rodzaju ujawnienia uważa się niektóre zapisy rozdziału 953 nakazującego m.in. publikowanie mediany wynagrodzeń wszystkich pracowników z podziałem na poszczególne zmienne składniki wynagrodzenia, co zdaniem autorów zwiększa wydajność pracochłonność i czasochłonność przygotowywania raportów, nie wnosząc istotnej wartości informacyjnej.

Podobny zarzut odnosi się do rozdziału 972, który nie zakazuje łączenia funkcji CEO i przewodniczącego rady, ogranicza się jedynie do nałożenia obowiązku wyjaśnienia przyczyn, jeśli władze spółki powzięły decyzję o powierzeniu obu ról jednej osobie. W zamierzeniu ustawodawcy już sam obowiązek złożenia wyjaśnień powinien odwieść część podmiotów od tego rodzaju decyzji.

Ponadto, wskazuje się, że rozdział 971 nie przyznaje bezwarunkowo akcjonariuszom wykonywania prawa głosu (*proxy access rule*), a jedynie upoważnia SEC do nadania im takiego prawa. Krytycy ustawy często podkreślają również powiązania rządu z największymi instytucjami finansowymi, domniemując stronniczość zapisów oraz wprowadzanie jej w życie w kryzysowym otoczeniu, co sprzyjać może nieprecyzyjnej i niedopracowanej konstrukcji sformułowań¹⁴.

W opinii autorki uregulowania w zakresie *corporate governance* zawarte w Dodd-Frank Act nie mogą być uznane za rewolucyjne. Nie rozwiązują wielu problemów zidentyfikowanych jako istotne w generowaniu zjawisk, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu finansowego. W niewielkim stopniu na przykład dotyczą kwestii związanych z zarządzaniem ryzykiem lub rzetelnością sprawozdań finansowych. Mogą jednak pełnić rolę dyscyplinującą władze banków w odniesieniu do ustalania poziomu wynagrodzeń, a poprzez zaakcentowanie możliwości roszczeń zwrotnych (*clawbacks*) ograniczyć skłonność do zachowań oportunistycznych.

10 *Ibidem*, s. 387.

11 S. Johnson, J. Kwak, *13 Bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown*, Panteon Books, New York 2010.

12 S.M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, „Minnesota Law Review” 2011, no. 95, s. 1779–1821.

13 *Ibidem*, s. 1797.

14 M. Aluchna, O. Mikołajczyk, *Dodd-Frank Act...*, s. 46.

5.3. Reakcja rynku na nowe regulacje nadzorcze

Reakcja rynku na zaproponowane przez nadzorców zmiany powinna być analizowana w długim horyzoncie czasowym. Zgodnie z koncepcją Northa, „podczas gdy reguły mogą ulec zmianie z dnia na dzień, nieformalne normy zwykle zmieniają się stopniowo. A ponieważ to normy zapewniają legitymizację ustanawianych reguł, rewolucyjna zmiana nie jest nigdy tak rewolucyjna, jak życzyliby sobie jej zwolennicy, a rezultaty różnią się od oczekiwania”¹⁵.

W literaturze podejmuje się jednak próby oceny kierunków zmian obserwowanych w praktyce nadzoru korporacyjnego zainicjowanych przez firmy niemal natychmiast po wybuchu kryzysu i wysuwaniu przez regulatorów postulatów naprawczych. Już w 2009 r. na potrzeby stworzenia indeksu Spencer Stuart Board Index w spółkach S&P 500 zestawiono najważniejsze zmiany w standardach nadzoru korporacyjnego¹⁶:

- coroczny wybór dyrektorów (zwyczaj zaadaptowany przez 68% podmiotów w 2009 r., w roku 2015 coroczny wybór deklaruje 92% rad spółek);
- ograniczenie liczby rad, w których mogą zasiadać dyrektorzy (2006 r. – 27% spółek, 2009 r. – 67% spółek, 2015 r. – 77%);
- deklaracja potrzeby wzrostu zaangażowania rady w dyskusję na strategię spółki (2008 r. – 31%, 2009 r. – 67%, 2015 r. – brak danych);
- rozdzielenie funkcji CEO i przewodniczącego rady (2004 r. – 26%, 2009 r. – 37%, 2015 r. – 52%).

Z punktu widzenia analiz nadzoru korporacyjnego w sektorze bankowym za ważne uznać należy badania z 2010 r. Mongiardino i Plath¹⁷. Na podstawie danych z 20 dużych banków w Europie i USA próbowali oni wskazać tendencje zmian w obszarach związanych z zarządzaniem ryzykiem. Porównując informacje z lat 2007–2009, zaobserwowali wzrost liczby banków, w których rady powołały komitety ds. ryzyka. Na podstawie zebranych danych nie stwierdzili natomiast ani zwiększenia czę-

15 D.C. North, *Economic performance through time*, „The American Economic Review” 1994, vol. 84, no. 3, s. 359–368.

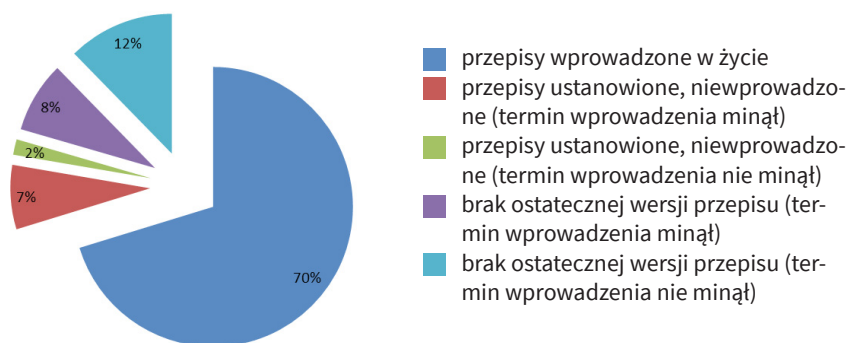
16 Dane do roku 2009 za: I. Koładkiewicz, *Historia...*, s. 94; dane z 2015 r. na podstawie: 2015 *Spencer Stuart Board Index*, SpencerStuart 2015, https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/ssbi-2015_110215-web.pdf?la=en (dostęp 21.07.2016).

17 A. Mongiardino, Ch. Plath, *Risk governance at large banks: Have any lessons been learned?*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions” 2010, vol. 3(2), s. 116–123.

stotliwości spotkań komitetów, ani poprawy kompetencji ich członków. Większość banków nie zdecydowała się również na usprawnienie systemu komunikacji w obszarze spraw związanych z ryzykiem (raportowanie CRO do menedżerów wyższego szczebla i pozostałych członków rady). Poczynione obserwacje wydają się być tym bardziej zaskakujące, że badany okres obejmował lata tuż po upadku Lehman Brothers, kiedy rynek finansowy cechowała silna zmienność i niepewność związana z obrotem instrumentami pochodnymi. Należy uznać, że w takich okolicznościach banki powinny przywiązywać szczególną uwagę do procedur zarządzania ryzykiem i sprawnej bieżącej komunikacji w tym obszarze.

Sześć lat po przyjęciu ustawy Dodd-Frank Act, ocena zakresu implementacji jej zapisów wciąż jeszcze nie jest niemożliwa, jako że prace nad ostatecznym wdrożeniem lub odrzuceniem wszystkich jej postanowień nie dobiegły końca. Na dzień 19 lipca 2016 r. spośród 390 przepisów, 274 po konsultacjach prawnych i branżowych zostało wprowadzonych do porządków prawnych¹⁸. W przypadku 36 niewprowadzonych artykułów regulatorzy opracowali ich ostateczne brzmienie, przy czym dla 29 przepisów minął ustalony ostateczny termin wdrożenia ich do przepisów odpowiednich instytucji nadzorczych (takich jak SEC, instytucje nadzoru bankowego itp.). Co do 80 pozostałych wciąż nie ma zgody w kwestii finalnego brzmienia zapisów, natomiast już dla 32 spośród nich minął pierwotnie przewidziany termin wprowadzenia przez stosowne agendy federalne (wykres 7).

Wykres 7. Stan zaawansowania prac nad wdrożeniem zapisów ustawy Dodd-Frank Act na 19.07.2016



Źródło: *Dodd-Frank Progress Report*, July 19, 2016, DavisPolk, www.davispolkportal.com (dostęp 21.07.2016).

¹⁸ *Dodd-Frank Progress Report*, July 19, 2016, DavisPolk, www.davispolkportal.com (dostęp 21.07.2016).

Spśród opisanych w podrozdz. 5.2 przepisów dotyczących nadzoru korporacyjnego do tej pory wprowadzono zapisy rozdziału 951, 952 i 972 (dotyczące zasady *say on pay*, niezależności członków komitetu ds. wynagrodzeń oraz obowiązku ujawniania łączenia funkcji prezesa i przewodniczącego rady). Nad częścią artykułów rozdziału 953 oraz rozdziałem 954 (dotyczących dodatkowych ujawnień i zwrotu nienależnie wypłaconych wynagrodzeń) wciąż trwają pace wdrożeniowe¹⁹. Rozdział 971 odnoszący się do nominowania członków rady przez akcjonariat obowiązuje od 2010 r., choć niektórzy autorzy podkreślają, że jego przyjęcie było zbędne, gdyż powtarza postanowienia przyjętej kilka tygodni wcześniej przez SEC reguły 14a-11²⁰.

Wspomniany wcześniej raport tworzony na potrzeby oszacowania Spencer Stuart Board Index w 2015 r. dowodzi, że zapisy ustawy Dodd-Frank Act wywierają wpływ na środowisko inwestorów²¹. Oprócz „twardych danych”, takich jak spadek udziału firm, w których prezes jest przewodniczącym rady, czy wzrost liczby spółek, w których powołuje się komitet ds. ryzyka (12% firm w 2015 r. w porównaniu z 9% w 2014 r.), autorzy raportu publikują również listę zagadnień, które są najczęściej podnoszone w formalnych zapytaniach kierowanych do władz spółki od akcjonariuszy. Okazuje się, że w roku 2015 posiadacze akcji najbardziej interesowały kwestie związane z prawami *proxy access* (22% zapytań), ujawnieniami w zakresie powiązań politycznych (18%), składu i „odświeżenia” rady (14%), kadencji dyrektorów (13%), nominacji dyrektorów (11%), zasady *say on pay* (10%), niezależności przewodniczącego rady (9%) i wynagrodzeniem prezesa (5%)²². Można zauważyć, że większość zapytań odnosi się do problematyki regulowanej ustawą. Pozwala to przypuszczać, że jednym z ważniejszych efektów jej wprowadzenia jest wzrost świadomości inwestorów i zwrócenie ich uwagi na kwestie związane z obszarem *corporate governance*.

19 Na podstawie: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>; <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml#>; <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank-section.shtml>; <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/121220-Dodd-Frank-Implementation.pdf> (dostęp 21.07.2016).

20 S.M. Bainbridge, *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, Law, Econ Research Paper No. 10–14, UCLA School of Law, 2010, s. 10.

21 2015 Spencer...

22 *Ibidem*, s. 22.

Zakończenie

Zaprezentowana w książce analiza kluczowych obszarów *corporate governance* oraz ich wpływu na proces zarządzania bankiem Lehman Brothers potwierdza postawioną we wstępie tezę o istotnej roli, jaką w sektorze finansowym pełnią mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Autorka zestawiała modelowe (postulowane przez zewnętrzne organy nadzorcze i deklarowane przez władze banku) i rzeczywiste praktyki nadzoru, wykazując daleko sięgającą rozbieżność pomiędzy formalnymi założeniami a faktyczną ich implementacją. Wynika stąd bezpośrednia konstatacja, że prace nad doskonaleniem ładu korporacyjnego koncentrować się powinny bardziej na płaszczyźnie poprawy stopnia wdrożenia i precyzyjnego brzmienia regulacji niż na ich ogólnej merytoryce.

Co więcej, w opinii autorki problem nieskutecznej implementacji uregulowań nadzoru nie odnosi się do próby omijania przepisów. Związany jest bardziej z niezrozumieniem lub ignorowaniem celów ustawodawców lub innych organów tworzących regulacje. Powszechne stało się zjawisko *box-ticking*, polegające na formalnym spełnianiu wymogów i nieformalnej sprzeczności z ideą leżącą u ich podstawy. Przykładem może być ujawnianie informacji zgodnie z zasadami ujawnień bez głębszej refleksji dotyczącej rzeczywistej wartości poznawczej publikowanych danych. Zachowania tego rodzaju wynikają z braku zaangażowania władz banku w poprawę relacji z interesariuszami lub realizowania partykularnych interesów i prób zatajenia niewygodnych danych. Warto podkreślić, że w upublicznianych raportach „zwykle najłatwiej jest ukryć ryzyko o niskim prawdopodobieństwie, lecz bardzo negatywnych skutkach, które – o ile się nie urzeczywistni – gwarantuje hojną nagrodę”¹. W świetle przeprowadzonych analiz należy uznać, że z tego rodzaju działaniami można było się zetknąć w przy-

1 R.G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier?*, s. 316, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf> (dostęp 11.05.2013).

padku Lehman Brothers. Jednak liczne okoliczności zewnętrzne oraz działania odśrodkowe sprawiły, że ukrywane przez kadrę kierowniczą ryzyko urzeczywistniło się, generując największe w historii bankowości straty dla uczestników rynku.

W Lehman Brothers problem monitorowania ryzyka uznać należy za jedną z najistotniejszych przyczyn ostatecznego bankructwa spółki. W książce zakwestionowana została zarówno metodologia kalkulacji czynników zagrożeń, jak i rzetelność sprawozdań finansowych oraz zakres ujawnianych w nich informacji. Jeśli weźmie się przy tym pod uwagę brak stosownych kompetencji i zaangażowania rady dyrektorów, a także systemy wynagradzania premiujące maksymalizację zysków krótkookresowych, można stwierdzić, że ten najważniejszy obszar bankowości inwestycyjnej stanowił w przypadku Lehman Brothers najsłabsze ogniwo procesów zarządzania i kontroli.

Uwagę zwraca również słabość nadzoru zewnętrznego, który w założeniu dbać powinien o stabilność sektora i bezpieczeństwo majątku interesariuszy. Tymczasem działania instytucji publicznych oraz agencji ratingowych uznać można za elementy destabilizujące funkcjonowanie mechanizmów rynkowych i generujące procesy niepożądane z punktu widzenia powierzających kapitał inwestorów. Nierzetelność ocen, brak merytorycznej weryfikacji sprawozdań finansowych czy wreszcie niekonsekwentna polityka monetarna i brak przewidywalności decydentów stanowiły dodatkowe mechanizmy, które przy niekorzystnych zjawiskach na rynku i słabym nadzorze wewnętrznym doprowadziły do rozluźnienia dyscypliny w zarządzaniu działalnością grupy Lehman Brothers.

Na gruncie powyższych rozważań należałoby zastanowić się, czy istnieje możliwość prawnego zagwarantowania uczciwości i rzetelności sprawozdań z działalności spółki oraz wysokiej jakości procesów zarządzania, w tym w szczególności zarządzania ryzykiem. Obserwując przedstawiony przez autorkę stopniowy wzrost zakresu uregulowań obszaru *corporate governance*, można wnioskować o występowaniu tzw. efektu zapadki opisanego przez R. Higgsa². Autor ten zauważył, że okres kryzysu sprzyja rozrastaniu się administracji i zacieśnianiu gorsetu regulacyjnego, który nie wraca do poprzedniego poziomu po uporaniu się z recesją. Tego rodzaju tendencję w sferze uregulowań nadzoru obserwuje się w USA po skandalach korporacyjnych z początku wieku. Jak dowodzi autorka kolejne zasady nie stabilizują istotnie sektora bankowego, gdyż

2 R. Higgs, *Crisis And Leviathan: Critical Episodes in the Growth Of American Government*, Oxford University Press, New York 1987.

formułowane są na dużym stopniu ogólności³, często powtarzają wcześniejsze postulaty, a członkowie nadzoru są zainteresowani jedynie formalnym „odhaczeniem” poszczególnych wymogów.

Przypuszczać należy, że dopóty, dopóki władze banków nie zaczną traktować standardów *corporate governance* jako źródła długookresowej przewagi konkurencyjnej, zmiany w tym obszarze będą raczej powierzchowne. Ewolucję postaw członków rad i menedżerów utrudniać może dodatkowo fakt, że spełnianie postulowanych standardów wydaje się nie przynosić spółkom wymiernych efektów w postaci zwiększenia zysków lub innych wskaźników efektywności. Badania A. Beltrattiego i R.M. Stulza dowodzą na przykład, że banki o wyżej ocenianym nadzorze nie poradziły sobie lepiej podczas kryzysu⁴. Wnioskować stąd można o tym, że albo implementacja ocenianych zasad nie była rzetelna albo rzeczywista skuteczność ładu korporacyjnego ma swoje źródła w standardach, które nie podlegały ocenie.

Autorka skłania się do konkluzji łączącej dwa powyższe wyjaśnienia. Jej zdaniem, silny i skuteczny nadzór korporacyjny jest czymś więcej niż precyzyjnym przestrzeganiem zaleceń i procedur. Jego źródła tkwią raczej w moralności i etyce władz banku oraz w wynikającym z nich poczuciu odpowiedzialności wobec interesariuszy. Jedynie tego rodzaju postawy są gwarantem wypełniania zaleceń regulatorów zgodnie z fundamentalną ideą nadzoru, odnoszącą się przecież nie do wzorowej subordynacji, ale lojalności i staranności będących skutkiem standardu powierniczego.

3 Duży stopień ogólności wynika m.in. z konieczności implementacji ich do zróżnicowanych podmiotów (tzw. zasada *one fits all*), co w oczywisty sposób zwiększa dowolność interpretacyjną i zakres wdrożenia.

4 A. Beltratti, R.M. Stulz, *Why Did Some Banks Perform Better During the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, ECGI Finance Working Paper No. 254/2009, 2009.

Bibliografia

Pozycje książkowe, artykuły i raporty

- Altman E.I., Rijnken H.A., *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*, Working Paper Series Credit&Debt Markets Research Group, Salomon Center for the Study of Financial Institutions, December 2003
- Aluchna M., *Reformy corporate governance po kryzysie finansowym*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 358, Wrocław 2014
- Aluchna M., Mikołajczyk O., *Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, z. 112, SGH, Warszawa 2011
- Bainbridge S.M., *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, Law, Econ Research Paper No. 10–14, UCLA School of Law, 2010
- Bainbridge S.M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, „Minnesota Law Review” 2011, vol. 95
- Balcerowicz L., *Bitwa modeli*, „Wprost” 2000, nr 9(900)
- Bardzo T., *Lehman Brothers przegrał proces przeciwko bankowi Barclays o 11 mld dolarów*, „Gazeta Prawna”, 23.02.2011
- Basel Committee on Banking Supervision, *Core Principles Methodology*, Basel, October 1999
- Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks*, July 2015
- Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for Enhancing Corporate Governance*, Basel, October 2010
- Bebchuk L.A., Cohen A., Spamann H., *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, Harvard Law School, Discussion Paper No. 657
- Beltratti A., Stulz R.M., *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, ECGI Finance Working Paper No. 254/2009, 2009
- Black B.S., *The Principal Fiduciary Duties of Boards of Directors*, Presentation at Third Asian Roundtable on Corporate Governance, Singapore, 4 April 2001
- Block D., Gerstner A.M., *One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison between the United States and Germany*, University of Law School Seminar Paper, Spring 2016
- Carney J., *Report: Lehman Brothers Used “Accounting Gimmick” to Hide the Size of Its Balance Sheet*, Business Insider, Mar. 11, 2010
- Ciancanelli P., Gonzales J.A.R., *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*, „Social Science Research Network”, Electronic Paper Collection

- Committee on Oversight and Government Reform, *Hearing on the Bankruptcy of Lehman Brothers*, The Corporate Library, October 6, 2008
- Denbeaux M., *Lehman Brothers: A License to Fail with Other's People Money*, Seton Hall University School of Law, Center for Policy & Research
- Dobja D., Koładkiewicz I., Cieślak I., Klimczak K., *Komitety rad nadzorczych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011
- Fahlenbrach R., Stulz R., *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, Fisher College of Business Working Paper Series, August 2010
- Full CII Corporate Governance Policies, Council of Institutional Investors, 2013
- Głogowski E., Muench M., *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1994
- Gospodarowicz A. (red.), *Innowacje w operacjach bankowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003
- Greenlee M. B., *Historical review of "umbrella supervision" by the Board of Governors of The Federal Reserve System*, „Review of Banking and Financial Law”, Spring 2008, vol. 27
- Grocholski Z., *Banki i rynki finansowe. Od zaufania publicznego do kasyna?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2016
- Grundfest J., *What's Needed is Uncommon Wisdom*, N.Y. Times Dealbook Dialogue, October 6, 2009
- Gup B.E., *Corporate Governance in Banking. A Global Perspective*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton 2007
- Hanis R.N. (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006
- Higgs R., *Crisis And Leviathan: Critical Episodes in The Growth of American Government*, Oxford University Press, New York 1987
- IIF, *Final report to the IIF Committee on Market Best Practises: Principles Conduct and Best Practice Recommendations*, Washington, July 2008
- Imran A., Hassan A., Ahmad W., Ur Rehman O., Husasin S., *Investment Banking Project*, Bahria Univesity, Pakistan
- Iwanicz-Drozdowska M., Lepczyński B., *Znaczenie regulacji i instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego dla stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt” 2011, nr 5, dodatek
- Jajuga K., *Value at Risk*, „Rynek Terminowy” 2000, nr 9
- Jaruga A. i in., *Rachunkowość finansowa*, wyd. 3, Towarzystwo Gospodarcze RAFIB, Łódź 1995
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, vol. 3, no. 4
- Jerzemowska M., Campbell K., Najman K., *Przyczynek do oceny polskich regulacji nadzoru korporacyjnego*, „Master of Business Administration” 2010, no. 6(115)
- Jerzemowska M., Golec A., Zamojska A., *Corporate Governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo UG, Gdańsk 2015
- Jickling M., Murphy E.V., *Who Regulates Whom? An Overview of U.S. Financial Supervision*, Congressional Research Service, December 2010
- Johnson S., Kwak J., *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Panteon Books, New York 2010
- Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*, National Association of Corporate Directors, 2008
- Kirkpatrick G., *Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD, 11.02.2009
- Klepczarek E., *The credibility of credit ratings*, „Knowledge Horizons – Economics” 2015, vol. 7, no. 3, Pro Universitaria

- Klepczarek E., *The importance of the board of directors. The lessons from Lehman's failure*, „Ekonomia i Prawo. Economics and Law” 2016, vol. 15, no. 3 (w druku)
- Klepczarek E., *Polityka rachunkowości banku Lehman Brothers jako istotny element osłabiający działanie mechanizmów nadzorczych*, [w:] E. Walińska (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 7, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013
- Klepczarek E., *System wynagradzania menedżerów jako kluczowy czynnik determinujący politykę zarządzania ryzykiem banku. Studium przypadku Lehman Brothers Holding*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2014, t. XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe
- Klepczarek E., *Źródła ryzyka w działalności banku inwestycyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 8, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014
- Koładkiewicz I., *Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął*, „Master of Business Administration” 2010, vol. 3(104)
- Lehman Brothers' Bankruptcy. Lessons Learned for the Survivors*, A publication of the PricewaterhouseCoopers' Financial Services Institute (FSI), August 2009
- Lis K.A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
- Liu C.S., Schaefer T.F., *Asset sales or loans: The case of Lehman Brothers's Repo 105s*, „The Accounting Educators Journal” 2011, vol. XXI
- Löffler G., *An anatomy of rating through-the-cycle*, „Journal of Banking and Finance” 2004, vol. 28
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana*, PWE, Warszawa 2009
- Marcinkowska M., *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo UŁ, Łódź, 2014
- McDonough W.J., *Issues in Corporate Governance*, „Current Issues in Economy and Finance”, September/October 2002, Federal Reserve Bank of New York, vol. 8, no. 8
- Mongiardino A., PlathCh., *Risk governance at large banks: Have any lessons been learned?*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions” 2010, vol. 3(2)
- Muhlenkamp R., *Bailouts, Your Dollars & the Whole Credit Mess*, Muhlenkamp & Company, Inc., November 2008
- Nomura Holdings, Inc., *Acquisition of Former Lehman Brothers Operations*, October 2008
- North D.C., *Economic performance through time*, „The American Economic Review” 1994, vol. 84, no. 3
- Obal T., Szymońska M., *Upadłość banku inwestycyjnego na przykładzie Lehman Brothers*, „Bezpieczny Bank” 2009, nr 1(38)
- OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, Paris 2010
- OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis. Key Findings and Main Messages*, Paris 2009
- OECD, *The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies*, Paris 2009
- OECD, *The OECD Principles of Corporate Governance*, 2004
- OECD, *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective*, 2008
- Pedowitz J., E&Y, *BMRM – Market Risk Management Walkthrough Template* (Nov. 30, 2007)
- Petra S.T., *Do Outside Independent Directors Strengthen Corporate Boards?*, „Corporate Governance” 2005, vol. 5, no. 1
- Pomerleano M., *The Basel II concept leads to a false sense of security*, „Financial Times”, February 3, 2010
- Principles of Corporate Governance*, Business Roundtable, 2012

- Rajan R.G., *Has Financial Development Made The World Riskier?*, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, Issue August, 2005
- Rappaport A., *Ten ways to create shareholder value*, „Harvard Business Review”, September 2006
- Repo 105: ‘True Sales’ or Massaging Balance Sheet?*, Newsletter of Advancing Risk Management for Singapore and Beyond, Issue 3, May 2010
- Report of the Cadbury Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Cadbury Committee Report, Gee, London 1992
- Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 2010
- Report: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, „FDIC Quarterly” 2011, vol. 5, no. 2
- Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002
- Samborski A., *Kryzys finansowy a nadzór korporacyjny*, „Problemy Zarządzania” 2011, vol. 9, nr 1(31)
- Standard&Poor’s, *Credit FAQ: Majority vs. Plurality Voting At U.S. Corporations*, 11.08.2006
- Summe K., *An Examination of Lehman Brothers’ Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made Any Difference*, Draft April 2011
- Szelągowska A. (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2009
- Tandelilin E., Kaaro H., Mahadwartha P.A., Supriyatna, *Corporate Governance, Risk Management, and Bank Performance: Does Type of Ownership Matter?*, EADN Working Paper, no. 34(2007)
- Thlon M., *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, „eFinanse Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2009, no. 2
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2005
- Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2012
- Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2010
- Weil, Gotshal & Manges LLP, *Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States*, January 2010
- Wiggins R.Z., Metrick A., *The Lehman Brothers Bankruptcy B: Risk Limits and Stress-Tests*, Yale Program of Financial Stability Case Study, 2014
- Williams M.T., *Uncontrolled Risk. The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System*, Mc Graw Hill, 2010
- Wissen P., *The Financial Crisis*, presentation for Stockholm School of Economics, October 4, 2012
- Working Group on Corporate Governance of the Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, Basel 2006
- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD. Organizacja współpracy gospodarczej i nadzoru*, 2004
- Zieliński T., *Niejednoznaczność wpływu regulacji bazylejskich na bank jako instytucję zaufania publicznego*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, nr 171

Akty normatywne

Banking Act of 1933, Pub.L.73–66, 48 Stat. 162, enacted June 16, 1933
Bank Holding Company Act of 1956("BHCA"),*Pub. L. No. 84–511, 70 Stat. 133*
 The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111–203, H.R. 4173 Gramm–Leach–Bliley Act of 1999, Pub. L. No. 106–102, 113 Stat. 1338 (1999)
 Investment Company Act of 1940, Section 2(a)(19)
 Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. 107–204, 116 Stat. 745
 SEC Regulation S-X to the Acquisition of a Business, Q&A Rule 3–14
 Statement of Financial Accounting Standards No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities, Financial Accounting Standards Board, September 2000
 Statement of Financial Accounting Standards No. 158: Employers Accounting for Defined Benefit Pension and Other Postretirement Plans – an amendment of FASB Statements No. 87, 88, 106, and 132
 United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549, REGULATION S-K, 17 CFR, Subpart 229.300 – Financial Information, (Item 305) Quantitative and Qualitative Disclosures About Market Risk

Inne materiały

2015 Spencer Stuart Board Index, SpencerStuart 2015
 Agenda Lehman Brothers Holdings Inc, Board of Directors Meeting, April 15, 2008
 Confidential Presentation to Lehman Brothers, Credit Ratings Strategy, March 1, 2007
 Dodd-Frank Progress Report, July 19, 2016, DavisPolk
 E-mail od Hugh E. McGee, do Larry Wieseneck, June 11, 2008
 E-mail od Ryan Traversari do Paolo R. Tonucci (Sept. 11, 2007)
 Final NYSE
 Lehman Brothers, 2007 Annual Report
 Lehman Brothers, Proxy Statement, March 5, 2008
 Lehman Brothers Company Overview, Third Quarter 2007, Confidential Treatment Requested By Lehman Brothers Holdings, Inc.,
 Lehman Brothers Holdings Inc., Minutes of Meeting of Board of Directors (Aug. 13, 2008)
 Lehman Brothers Holdings Inc., Minutes of Meeting of Board of Directors (July 22, 2008)
 Lehman Brothers Holding Inc., Registration Document, 28 August 2007
 Lehman Brothers Holding Inc., Registration Document, 28 August 2008
 Lehman Brothers – Leverage Analysis, Confidential Presentation, April 7, 2008
 Lehman, Fitch Ratings – Discussion of Spin-Off of CRE Portfolio (Aug. 12, 2008)
 Lehman, ICAAP Supporting Document: Market Risk Management Overview [Draft] (May 2008)
 Memorandum od Timothy'ego Lyons do Davida Goldfarba, re: Strategic Imperatives for the Firm, July 3, 2008
 Notification to former record common stockholders of Lehman Brothers Holding Inc.
Report of Anton R. Valukas, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., *et al.*, March 11, 2010

- United States Securities and Exchange Commission, Form 10-K, Annual Report for the fiscal year ended November 30, 2007, Lehman Brothers Holdings Inc
- United States Securities and Exchange Commission, Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting
- United States Securities and Exchange Commission, Washington, DC 20549, Form 8-K, Current report pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Lehman Brothers Holdings Inc., December 21, 2006
- United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement Pursuant to Section 14(A) of the Securities Exchange Act of 1934, Lehman Brothers Holding Inc, March 2008

Strony internetowe

- http://www.costbasis.com/images/Letter_to_Former_Common_Stockholders.pdf
- <http://dealbook.nytimes.com/2009/10/06/dealbook-dialogue-joseph-gundfest-un-common-wisdom>
- <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/121220-Dodd-Frank-Implementation.pdf>;
- http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=253714
- http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Lehman/Lehman_Holding/Registrierungsformulare/dl_Formular28082007.pdf?__blob=publicationFile&v=6
- <http://www.businessinsider.com/report-lehman-brothers-used-accounting-gimmick-to-hide-the-size-of-its-balance-sheet-2010-3>
- <http://www.cii.org/MajorityVotingForDirectors>
- <http://www.e-finance.com/article.php?art=112>
- <http://www.fdic.gov/consumers/banking/confidence/symbol.html>
- <https://www.fdic.gov/deposit/deposits/>
- <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2007/el2007-32.html>
- <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-AM%20003866-003872.pdf>
- <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-AM%20003879-003882.pdf>
- <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%20011904.PDF>
- <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%201695576.pdf>
- <http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBEX-DOCID%20383057.pdf>
- http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBHI_SEC07940_398653.pdf
- <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf>
- <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>
- <http://www.riskoverreward.com/2009/12/mr-buffett-avoids-lehman-brothers.html>
- <http://www.rmi.nus.edu.sg/aboutus/enewsletter/rmi/issue3/MarketReviewRepo105%28edited%29.html>
- <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>
- <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000080608508000155/xslF345X03/doc.xml>
- <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>
- <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank-section.shtml>
- <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml#>
- https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/ssbi-2015_110215-web.pdf?la=en
- www.davispolkportal.com
- www.definitions.uslegal.com

Spis tabel

Tabela 1.	Zakres działań rady i obowiązki dyrektora wg opracowań NACD i OECD	19
Tabela 2.	Struktura instytucji nadzorujących rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych	30
Tabela 3.	Skład rady dyrektorów w spółce Lehman Brothers	50
Tabela 4.	Zaangażowanie dyrektorów i menedżerów Lehman Brothers w działalność spółek komandytowych inwestujących w instrumenty znajdujące się w portfolio banku (w USD, stan na dzień 30 listopada 2007 r.)	56
Tabela 5.	Całkowite wynagrodzenie wypłacone w 2007 r. menedżerom najwyższego szczebla w wybranych podmiotach sektora bankowego	59
Tabela 6.	Wynagrodzenia za rok 2007 najważniejszych menedżerów spółki Lehman Brothers (w USD)	62
Tabela 7.	Wynagrodzenia w postaci pakietów motywacyjnych dla najwyższego kierownictwa spółki Lehman Brothers w latach 2000–2008 (w USD)	64
Tabela 8.	Wskaźnik lewarowania brutto (aktywa/kapitał akcyjny) oraz netto (aktywa netto/kapitał trwały) – porównanie Lehman Brothers na tle konkurencyjnych banków	73
Tabela 9.	Wskaźnik lewarowania netto banku Lehman Brothers w zależności od sposobu zakwalifikowania transakcji Repo 105	73
Tabela 10.	Zakres ratingów nadawanych przez poszczególne agencje i ocena Lehman Brothers na koniec 2006 r.	83
Tabela 11.	Ocena ilościowa branży – Moody's (grudzień 2006)	84
Tabela 12.	Wartość VaR na dzień 30 listopada w latach 2005, 2006 i 2007 (w mln USD)	99
Tabela 13.	Risk Appetite, VaR – poziom rzeczywisty a wyznaczone limity (w mln USD)	103
Tabela 14.	Propozycje rozwiązań mające na celu eliminację dysfunkcji nadzoru wskazanych w raportach OECD	137
Tabela 15.	Zasady nadzoru korporacyjnego w kodeksach Komitetu Bazy-lejskiego	138

Spis schematów i wykresów

Schemat 1.	Sposoby kreowania wartości dla akcjonariuszy	48
Schemat 2.	Struktura systemu informacyjnego rachunkowości oraz podstawowe grupy jego użytkowników	67
Schemat 3.	Standardowa transakcja repo	68
Schemat 4.	System przeprowadzania operacji Repo 105	70
Schemat 5.	Reakcja agencji ratingowych na pogarszającą się sytuację Lehman Brothers	87
Schemat 6.	Spółki zależne od Lehman Holdings Inc.	90
Schemat 7.	Czynności banków inwestycyjnych w układzie przedmiotowym	92
Schemat 8.	Sekurytyzacja instrumentów ABS	95
Schemat 9.	Przejęcie części grupy Lehman Brothers przez Nomura Holdings Inc.	127
Schemat 10.	Grupy podmiotów, które poniosły straty w wyniku ogłoszenia upadłości przez Lehman Brothers	131
Wykres 1.	Wartość transakcji Repo 105 w ostatnich miesiącach kolejnych kwartałów lat 2007 i 2008 (w mld USD)	72
Wykres 2.	Średni rating banków inwestycyjnych (luty 2007)	83
Wykres 3.	Udział dochodów z poszczególnych segmentów usług finansowych w całkowitym zysku Lehman Brothers (rok 2007)	94
Wykres 4.	Porównanie ratingów CDO i zabezpieczeń, na których bazowały	97
Wykres 5.	Opóźnienia w informowaniu rady o przekraczaniu limitów wskaźnika Risk Appetite	114
Wykres 6.	Cena akcji Lehman Brothers w latach 2005–2008 (w USD)	130
Wykres 7.	Stan zaawansowania prac nad wdrożeniem zapisów ustawy Dodd-Frank Act na 19.07.2016	144

