

## La insolvencia de Lehman Brothers en septiembre de 2008: sobre su previsibilidad y sobre algunos “*profetas a posteriori*”

**Pablo Fernández**

Profesor de finanzas del IESE

e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)

Web: <http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez//>

### Resumen

Este documento analiza:

- 106 informes de analistas sobre Lehman publicados entre enero y septiembre de 2008,
- publicaciones de la CNMV
- la evolución de la cotización de Lehman
- la evolución del rating de la deuda de Lehman.
- la evolución del CDS (*Credit Default Swap*) de Lehman
- la evolución de la contabilidad auditada de Lehman,

para tratar de dar una respuesta a la pregunta: ¿Era previsible, con la información pública de la que se disponía, predecir la quiebra de Lehman Brothers?

Si hubiera sido evidente “*el claro riesgo de quiebra*” (en palabras de algunos “*profetas a posteriori*” que se muestran en el apartado 4) estos “*profetas a posteriori*” habrían obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra de Lehman (por ejemplo, comprando opciones de venta o warrants de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman...).

**15 de marzo de 2012**

Palabras clave: Lehman, quiebra, insolvencia, CDS, analistas

JEL: G12, G31, M21

xPpPccLn

---

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.  
Tel. 91-357 08 09. Fax 91-357 29 13.

## 1. Introducción y resumen

**No parece que, con la información pública de la que se disponía, la quiebra de Lehman Brothers fuera previsible antes de septiembre de 2008:**

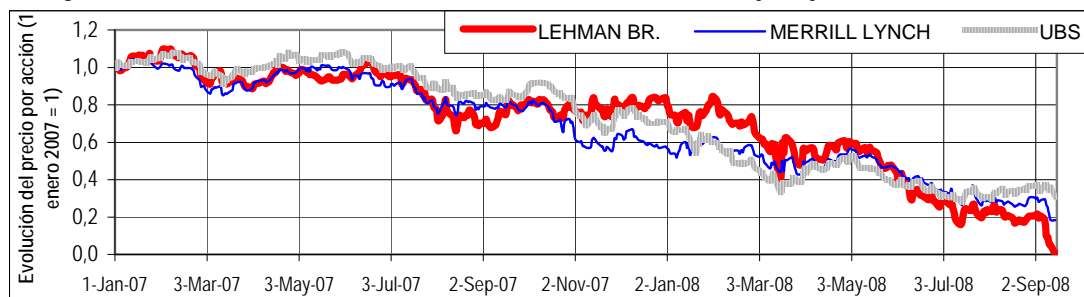
a) el anexo 1 muestra que entre 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones entre enero 2008 y septiembre de 2008, sólo uno (del 22 de mayo) recomendó vender las acciones de Lehman, el 65% recomendó comprar (por ejemplo, Morgan Stanley el 10 de septiembre de 2008) y el resto recomendó mantenerlas.

b) la quiebra no fue previsible para la CNMV porque afirma que, “*sucesos como la quiebra de Lehman... obligaron a destinar recursos no previstos a la estimación y seguimiento de sus efectos*”.<sup>1</sup>

c) la quiebra tampoco fue previsible para muchas otras instituciones. Según la CNMV, “*la quiebra de Lehman afectó a 459 instituciones de inversión colectiva españolas y tuvo un impacto de €300 millones*”.<sup>2</sup>

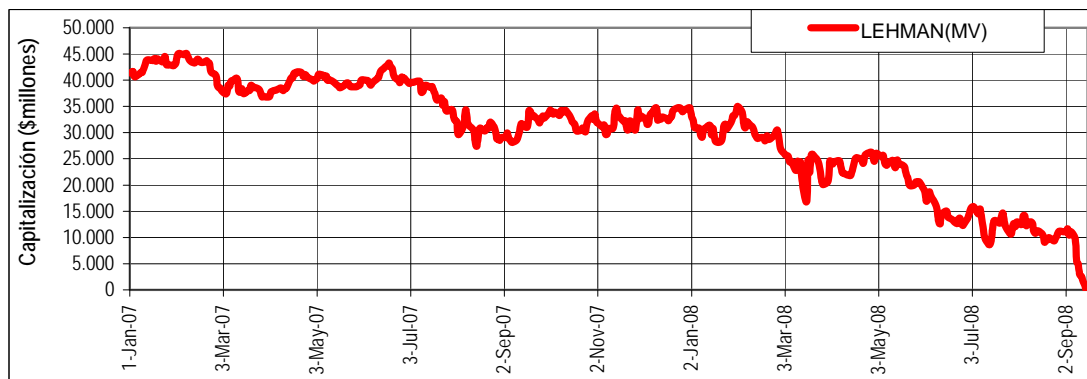
d) la evolución de la cotización de Lehman fue bastante similar a la de otros bancos de inversión como puede apreciarse en la Figura 1.

Figura 1. Evolución de la cotización de las acciones de Lehman, Merrill Lynch y UBS. Fuente: Datastream



e) el valor de las acciones de Lehman fue \$11.161 millones el 5 de septiembre de 2008 y \$9.749 millones el 8 de septiembre de 2008 (mayor que Banco Sabadell, Banesto, Bankinter...). En mayo de 2008, el valor de las acciones de Lehman en bolsa fue superior al de cualquier empresa española cotizada excepto 5 (Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol).

Figura 2. Evolución del valor en bolsa de las acciones de Lehman Brothers (\$ millones) Fuente: Datastream



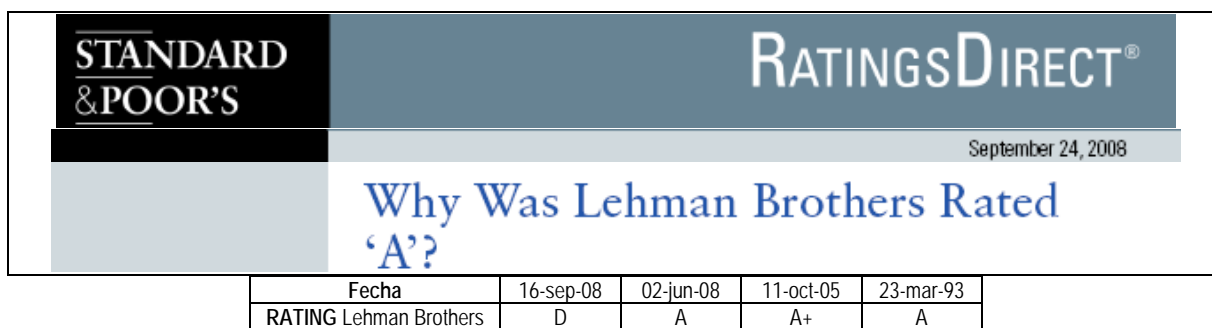
f) nunca había quebrado una entidad americana con calificación A y con el tamaño de Lehman (5º Banco de Inversión del Mundo).

<sup>1</sup> Ver Informe anual de la CNMV 2008, página 259

<sup>2</sup> Ver Informe anual de la CNMV 2008, página 177

g) si hubiera sido evidente “*el deterioro manifiesto*” “*el claro riesgo de quiebra*” (en palabras de algunos “*profetas a posteriori*” que se muestran en el apartado 4) los operadores del mercado (y los “*profetas a posteriori*”) habrían obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra de Lehman (esto pudo hacerse, por ejemplo, comprando opciones de venta o warrants de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman...).

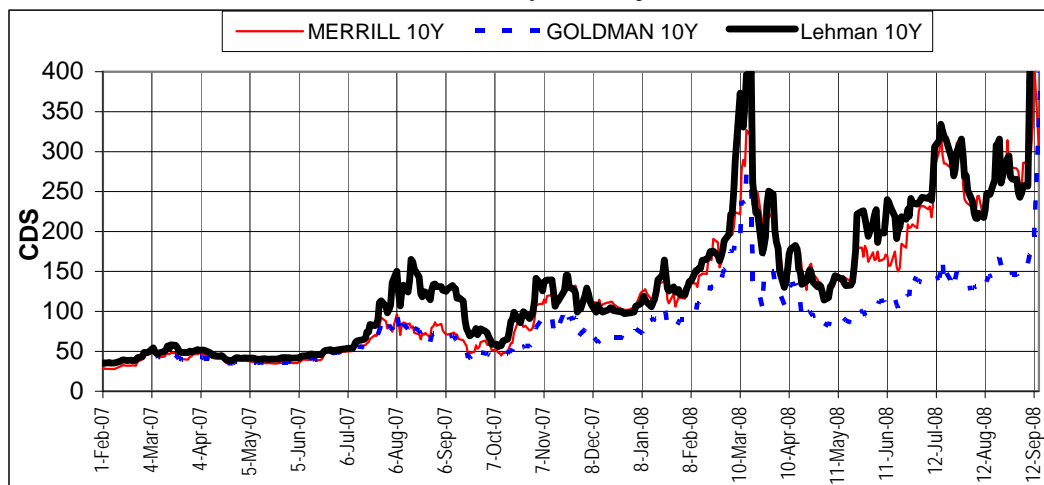
h) la quiebra no fue previsible para las calificadoras de deuda. Standard & Poor’s subió la calificación de Lehman de A a A+ en octubre de 2005, la volvió al nivel A el 2 de junio de 2008 y siguió en A hasta el día de la quiebra. A este respecto es revelador el documento de Standard & Poor’s titulado “*Por qué Lehman Brothers fue calificada ‘A’*”, con fecha 24 de septiembre de 2008, en el que puede leerse: “*Lehman tenía negocios fuertes de banca de inversión, de trading y de gestión de carteras. Tenía liquidez suficiente para soportar eventos adversos y tenía una buena capacidad para generar beneficios. El 9 de septiembre de 2008 creíamos que Lehman era una empresa viable. En el fin de semana del 13-14 de septiembre creíamos que Lehman todavía tenía un sustancial exceso de liquidez para cubrir sus necesidades. El colapso de Lehman no podía preverse con análisis fundamental*”.



El anexo 3 muestra que la calificación otorgada por Standard & Poor's a Lehman subió de A a A+ el 11 de octubre de 2005, no sufrió variación alguna en marzo de 2008, volvió al nivel A el 2 de junio de 2008 y siguió en A hasta el día de la quiebra

i) la evolución del CDS<sup>3</sup> de Lehman fue similar a la del CDS de Merrill Lynch. Los CDS de Goldman Sachs y Morgan Stanley también tuvieron notables ascensos en marzo de 2008 y luego descendieron como la de la mayoría de los bancos mundiales en el contexto de la crisis financiera internacional, imprevisible para todos los organismos reguladores internacionales.

Figura 3. Evolución de la cotización de los CDS de Lehman Brothers, Merrill Lynch y Goldman Sachs. Fuentes: Datastream y Bloomberg



<sup>3</sup> Iniciales de *Credit Default Swap*. El nivel del CDS proporciona una indicación del riesgo con el que los participantes en este mercado contemplan la deuda de una empresa o estado.

j) el anexo 5 contiene varias alusiones de la prensa a la “imprevista quiebra”, “unexpected fall”, unexpected bankruptcy”... de Lehman Brothers.

k) la evolución de la contabilidad auditada de Lehman (anexo 6) no predecía una quiebra.

millones de \$. Fuente: ThomsonFinancial	30nv/07	30nv/06	30nv/05	30nv/04	30nv/03	30nv/02
Revenues	59.003	46.709	32.420	21.250	17.287	16.781
<b>Net Income</b>	<b>4.125</b>	<b>3.894</b>	<b>3.191</b>	<b>2.297</b>	<b>1.649</b>	<b>906</b>
Cash And ST Investments	20.029	12.078	10.644	9.525	11.022	6.502
Receivables (Net)	43.277	27.971	21.643	18.763	15.310	13.964
Other Assets	169.859	123.295	111.406	100.294	92.317	95.695
<b>Total Assets</b>	<b>688.754</b>	<b>500.875</b>	<b>407.446</b>	<b>355.081</b>	<b>309.891</b>	<b>258.011</b>

LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
ST Debt & Current Portion of LT Debt	309.828	154.253	163.776	141.713	145.811	125.046
Long Term Debt	124.518	121.064	53.899	49.365	37.195	31.417
Other Liabilities	234.227	197.383	175.594	151.170	115.881	94.931
<b>Total Liabilities</b>	<b>666.264</b>	<b>481.684</b>	<b>390.652</b>	<b>340.161</b>	<b>296.717</b>	<b>249.069</b>
Preferred Stock	1.095	1.095	1.095	1.345	1.045	700
Common Equity	21.395	18.096	15.699	13.575	12.129	8.242
Retained Earnings	19.698	15.857	12.198	9.240	7.129	5.608
<b>Total Liabilities &amp; Shareholders' Equity</b>	<b>688.754</b>	<b>500.875</b>	<b>407.446</b>	<b>355.081</b>	<b>309.891</b>	<b>258.011</b>

l) los ratios de Lehman (anexo 7) no diferían mucho en 2004-2007 de los de los otros bancos

## 2. Los informes de analistas sobre Lehman Brothers en 2008

El anexo 1 contiene recomendaciones de 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones entre el 3 de enero de 2008 y el 11 de septiembre de 2008: el 65% recomendó comprar acciones de Lehman (por ejemplo, Morgan Stanley el 10 de septiembre de 2008), uno (22 de mayo) recomendó vender las acciones, y el resto (entre otros, Deutsche Bank, Oppenheimer, Credit Suisse, Landenburg y JPMorgan) recomendó mantener las acciones. Incluso en septiembre de 2008, de los 14 informes analizados, 7 recomendaban comprar, 2 mantener-comprar y 5 recomendaban mantener las acciones. A continuación, se incluyen algunos ejemplos de estos informes realizados en marzo de 2008, época en la que el Informe Lamothe cifra la existencia de signos inequívocos de riesgo de quiebra de Lehman o en septiembre de 2008, poco antes de la insolvencia.

US Investment Banks and Brokers  
Marketweight

**Lehman Brothers**

LEH

Analyst(s): David Trone / Ivy De Dianous, CFA

March 25, 2008

USA

**Outperform**

USD46.64\*

212-857-6151

**LEH: Lowering Ests. As Tough Conditions Subsist**

**Data**

52-week range (USD)	31.75-61.30
Price Target (USD)	70.00

We are lowering our EPS ests. to reflect a continuation of particularly difficult capital mkt conditions: (a) 2Q08 to \$1.48 from \$1.97; (b) FY08 to \$5.54 from \$6.33; and (c) FY09 to \$7.63 from \$8.91. We are

Company

North America United States

Financial Brokers & Asset Managers

18 Mar 2008 - 05:44:36 PM EDT

**COMPANY ALERT**

**Lehman Brothers Holding**

**1Q08 Earnings**

Price (USD)	31.75
Price target	54.00
52-week range	31.38-31.75

Lehman reported 1Q08 EPS of \$0.81 cents, and we estimate \$0.68 core (ex low tax rate, less 20 cents; higher comp, add 6 cents; and higher shares, add 1 cent), a touch below consensus \$0.72. Lehman reported mark-downs of \$2.4B (ex struct note gain) vs. our estimate of \$2.3B. Results reflected

**Results Review**

**Buy**

Revisions: LEH.N Exchange: NYSE Ticker: LEH

**CREDIT SUISSE**

18 March 2008  
Americas/United States  
**Equity Research**  
Multinational Banks

**Lehman Brothers (LEH)**

Rating: **OUTPERFORM\***  
Price (17 Mar 08, US\$): 31.75  
Target price (US\$): 70.00  
52-week price range: 81.30 - 31.75

**DECREASE TARGET PRICE**

**RapidRatings**

**Reasons to Trade Report**  
Assessing share price risk relative to financial health risk

[This report was run because of an event: equity rating upgrade \(see pg 5\)](#)

<b>LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC</b>		Ticker: <b>LEH</b> Report dated: <b>March 4, 2008</b>	
Financial Health Rating: <b>LOW</b>	Stock Recommendation: <b>STRONG BUY</b>	Share price data as at: <b>March 3, 2008</b>	
Current Rating: <b>A4* (82)</b>	Current Price: <b>USD 48.61</b>	1wk Avg Price: <b>53.72</b>	52wk high/low: <b>65.80 / 48.61</b>
Rating Outlook: <b>Positive</b>			

**Morgan Stanley**

September 10, 2008

**Lehman Brothers**  
**Quick Take on 3Q EPS, Strategic Initiatives**

Stock Rating: **Overweight**  
Industry View: **In-Line**

MORGAN STANLEY RESEARCH  
NORTH AMERICA

Morgan Stanley & Co. Incorporated Patrick Pinschmidt  
Patrick.Pinschmidt@morganstanley.com  
+1 (1)212 781 6412

Reuters: LEH.N Bloomberg: LEH US  
Brokers / United States of America

Price target: **\$31.00**  
Shr price, close (Sep 9, 2008): **\$7.79**

**CREDIT SUISSE**

10 September 2008  
Americas/United States  
**Equity Research**  
Multinational Banks

**Lehman Brothers (LEH)**

Rating: **NEUTRAL\* [V]**  
Price (09 Sep 08, US\$): 7.79  
Target price (US\$): 10.00 - 8.00

**EARNINGS**

**North America United States**  
**Financial Brokers & Asset Managers**

11 September 2008

**Lehman Brothers Holding**

Reuters: **LEH.N** Bloomberg: **LEH.UN** Exchange: **NYS** Ticker: **LEH**

**Deutsche Bank**

**Rating Downgrade**  
**Hold**

**LADENBURG THALMANN**  
ESTABLISHED 1876

Financial Institutions Sector  
Company Update

September 11, 2008  
**Buy**

**Lehman Brothers (LEH)**  
**Lehman's Non-Strategy**

Richard X. Bove  
(813) 948-9404  
rxbove@ladenburg.com

**COMPANY & MARKET DATA**  
Rating Status: **Maintain Buy**

**Highlights**  
Lehman Brothers reported an estimated third fiscal quarter (ended

Estos ocho informes recomiendan *Overweight* (comprar), *Neutral* (mantener), *hold* (mantener) y *Maintain Buy* (mantener comprar).

### 3. Los CDS de Lehman Brothers hasta septiembre de 2008

Como muestra la Figura 3, la evolución del CDS de Lehman fue similar a la del CDS de Merrill Lynch o el de Goldman Sachs. El anexo 4 muestra la evolución de los CDS de Morgan Stanley, UBS, Citibank, Merrill Lynch, ABN y Credit Suisse: el CDS de todos ellos aumentó significativamente en marzo de 2008 y descendió en las semanas siguientes. La Figura 4 muestra que el CDS del Estado Español también subió en marzo de 2008 y posteriormente descendió.

Figura 4. Evolución de la cotización de los CDS del Estado Español y del Estado Alemán.

Fuente: CNMV. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2008. Pg. 74

#### Primas de CDS a cinco años sobre deuda soberana

GRÁFICO 3.1



La Figura 5 muestra que el riesgo (los CDS) de los bonos de empresas financieras europeas y estadounidenses aumentó significativamente en marzo de 2008, se redujo en los meses siguientes, y volvió a aumentar en los últimos meses de 2008.

Figura 4. Evolución de la prima de riesgo de los bonos de empresas financieras en Europa y Estados Unidos.

Fuente: CNMV. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2008. Pg. 33

#### Sector financiero: prima de riesgo<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.11



#### 4. Algunas afirmaciones de “*profetas a posteriori*” sobre Lehman

En este apartado se recogen algunas afirmaciones realizadas en 2009, 2010 y 2011 por algunas personas que afirman que *“la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008”*.

1. *“Tras alcanzar un máximo de 83,76\$ el 2 de febrero de 2007, se inicia una tendencia a la baja que termina con la quiebra de la entidad el día 15 de septiembre de 2008”,*
2. *“Tras marzo de 2008, aumentó rápidamente el riesgo de insolvencia”*
3. *“A partir de marzo de 2008 fue evidente para cualquiera con mínimos conocimientos de economía financiera el deterioro manifiesto de Lehman”*
4. *“El nivel alcanzado por el CDS<sup>4</sup> de Lehman en marzo de 2008 es una prueba evidente del claro riesgo de quiebra”*
5. *“En marzo de 2008 se registran 10 caídas del precio de la acción superiores al 3%”, (las más elevadas de -14,6% y -19,1%) que constituyen el preludio de la quiebra<sup>5</sup>*
6. *“Desde el día 7 de marzo de 2008...las cotizaciones de los CDS comienzan a aumentar de forma significativa, el deterioro de Lehman Brothers era tan evidente...”, pero omite decir que descendieron de nuevo hasta situarse en abril y mayo por debajo de donde habían estado en agosto, octubre y noviembre de 2007.*
7. *“El Riesgo del emisor Lehman Brothers, experimentó un fuerte deterioro de su solvencia y cotización en los mercados desde finales de 2007 y especialmente desde los primeros días de marzo de 2008”.*
8. *“Los directivos de bancos que vendían a sus clientes productos financieros emitidos por Lehman Brothers sabían perfectamente que Lehman iba a quebrar”.*

Para mantener que la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008 es preciso ser millonario como consecuencia de la quiebra. Si alguien hubiera previsto la quiebra de Lehman, habría obtenido enormes ganancias personales apostando a la quiebra de Lehman (esto pudo hacerse, por ejemplo, comprando opciones de venta o warrants de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o forwards sobre acciones de Lehman, endiendo acciones a crédito...). Quien afirma que era previsible y no es millonario (como consecuencia de la quiebra) tiene nula credibilidad en su afirmación.

---

<sup>4</sup> Iniciales de *Credit Default Swap*. El nivel del CDS proporciona una indicación del riesgo con el que los participantes en este mercado contemplan la deuda de una empresa o estado.

<sup>5</sup> El autor de la afirmación omite que hubo dos subidas la semana siguiente de un 46,4% y un 15,2%. En abril de 2008 hubo nueve días con subida de cotizaciones superiores a 1% (el mayor, un 17,8%) y 8 días con descensos superiores a -1% (el mayor, un -7,2%).

## ANEXO 1. Recomendaciones contenidas en 106 Informes de analistas financieros sobre la acción de Lehman

	Institución que firma el informe	Fecha informe	Recomendación	Precio objetivo	Precio de la acción
1	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	11-Sep-08	Outperform	50	7,24
2	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	11-Sep-08	Hold	11	7,25
3	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	11-Sep-08	Perform	12-15	7,25
4	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP	11-Sep-08	Neutral		
5	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	11-Sep-08	Maintain - Buy	12	7,25
6	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	10-Sep-08	Neutral	8	7,79
7	MORGAN STANLEY	10-Sep-08	Overweight	31	7,79
8	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	10-Sep-08	Buy	28	7,79
9	JPMORGAN	10-Sep-08	Neutral		
10	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA	10-Sep-08	Outperform	50	8,06
11	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	9-Sep-08	Maintain - Buy	20	14,15
12	OPPENHEIMER AND CO	8-Sep-08	Perform		16,2
13	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	5-Sep-08	Buy	28	16,2
14	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	4-Sep-08	Outperform	50	16,94
15	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	28-Ago-08	Buy	20	15,5
16	MORGAN STANLEY	27-Ago-08	Overweight	31	14,03
17	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	21-Ago-08	Buy	20	12,91
18	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP	20-Ago-08	Strong Buy	40	13,07
19	JPMORGAN	18-Ago-08	Neutral		15,03
20	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	15-Ago-08	Outperform	50	16,2
21	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	13-Ago-08	Buy	32	16,21
22	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	6-Ago-08	Maintain - Neutral	23	20,24
23	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	25-Jul-08	Outperform	62	17,18
24	MORGAN STANLEY	24-Jul-08	Overweight	31	21,1
25	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	16-Jul-08	Outperform	62	13,22
26	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	14-Jul-08	Outperform	62	13,92
27	OPPENHEIMER AND CO	11-Jul-08	Perform		17,3
28	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	1-Jul-08	Neutral	27	19,81
29	MORGAN STANLEY	30-Jun-08	Overweight	31	22,25
30	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	27-Jun-08	Maintain - Neutral	27	22,83
31	BEST INDEPENDENT RESEARCH LLC	20-Jun-08	Buy		24,2
32	LADENBURG, THALMANN & CO. INC.	17-Jun-08	Neutral	30	27,2
33	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	17-Jun-08	Outperform	62	27,2
34	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP	17-Jun-08	Strong Buy	60	27,2
35	JPMORGAN	16-Jun-08	Neutral		27,2
36	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	16-Jun-08	Buy	42	25,81
37	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	13-Jun-08	Outperform	62	22,7
38	BERNSTEIN RESEARCH	13-Jun-08	Market Perform	45	22,7
39	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	12-Jun-08	Market Perform	26-27	24,31
40	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	10-Jun-08	Neutral	35-37	32,29
41	BERNSTEIN RESEARCH	10-Jun-08	Market Perform	45	29,48
42	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	10-Jun-08	Market Perform	33-34	29,48
43	OPPENHEIMER AND CO	10-Jun-08	Perform		29,48
44	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	9-Jun-08	Strong Buy	68	32,29
45	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	9-Jun-08	Buy	42	32,29
46	JPMORGAN	9-Jun-08	Neutral		29,48
47	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	9-Jun-08	Buy	49	32,29
48	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	9-Jun-08	Outperform	62	28,25
49	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	5-Jun-08	Buy	49	31,4
50	BERNSTEIN RESEARCH	5-Jun-08	Market Perform	65	31,4
51	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	4-Jun-08	Outperform	62	30,61
52	BERNSTEIN RESEARCH	3-Jun-08	Market Perform	65	36,81
53	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	3-Jun-08	Outperform	62	33,83

	Institución que firma el informe	Fecha informe	Recomendación	Precio objetivo	Precio de la acción
54	OPPENHEIMER AND CO	2-Jun-08	Perform		36,81
55	RAPID RATINGS	26-May-08	Strong Buy		36,11
56	FOX PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER	22-May-08	Outperform	62	39,56
57	PUNK, ZIEGEL & CO.	22-May-08	Sell	35	39,56
58	PUNK, ZIEGEL & CO.	21-May-08	Neutral	38	42
59	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	21-May-08	Outperform	55-60	42
60	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	5-May-08	Buy	52	47,02
61	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	1-May-08	Outperform	60-65	44,24
62	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	30-Abr-08	Outperform	60-65	46,57
63	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	14-Abr-08	Strong Buy	83	39,87
64	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	9-Abr-08	Outperform	53-56	40,54
65	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	9-Abr-08	Buy	52	43,67
66	PRICETARGET RESEARCH, INC.	6-Abr-08		89	44,05
67	PUNK, ZIEGEL & CO.	1-Abr-08	Maintain - Buy	46	37,64
68	JPMORGAN	1-Abr-08	Neutral		37,64
69	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	1-Abr-08	Buy	52	37,64
70	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	1-Abr-08	Strong Buy	83	37,64
71	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	1-Abr-08	Outperform	53-56	40,95
72	FOX-PITT, KELTON, INC.	25-Mar-08	Outperform	70	46,64
73	BEST INDEPENDENT RESEARCH LLC	23-Mar-08	Buy	62,37	48,65
74	OPPENHEIMER AND CO	23-Mar-08	Perform		48,65
75	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	19-Mar-08	Strong Buy	90	46,49
76	JPMORGAN	19-Mar-08	Neutral		42,98
77	FOX-PITT, KELTON, INC.	19-Mar-08	Outperform	83	46,49
78	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	19-Mar-08	Outperform	53-56	46,49
79	PUNK, ZIEGEL & CO.	19-Mar-08	Neutral	51	46,49
80	BERNSTEIN RESEARCH	19-Mar-08	Market Perform	65	46,49
81	PUNK, ZIEGEL & CO.	18-Mar-08		53	31,75
82	OPPENHEIMER AND CO	18-Mar-08	Outperform	63	43,49
83	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	18-Mar-08	Buy	54	31,75
84	FOX-PITT, KELTON, INC.	18-Mar-08	Outperform	83	31,75
85	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	18-Mar-08	Outperform	70	46,49
86	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	17-Mar-08	Buy	54	39,26
87	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	11-Mar-08	Buy	54	42,98
88	OPPENHEIMER AND CO	10-Mar-08	Outperform	63	42,98
89	JPMORGAN	10-Mar-08	Neutral		42,98
90	PRICETARGET RESEARCH, INC.	9-Mar-08	Buy	93	46,36
91	RAPID RATINGS	4-Mar-08	Strong Buy		48,61
92	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	29-Feb-08	Outperform	80	50,99
93	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	29-Feb-08	Buy	75	54,68
94	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	27-Feb-08	Strong Buy	106	56,84
95	PRICETARGET RESEARCH, INC.	16-Feb-08		110	54,77
96	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	12-Feb-08	Outperform	85-90	60,04
97	PUNK, ZIEGEL & CO.	8-Feb-08		71	60,48
98	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	7-Feb-08	Outperform	85-90	58,18
99	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC.	29-Ene-08	Buy	88	62,53
100	OPPENHEIMER AND CO	28-Ene-08	Outperform	79	57,87
101	PRICETARGET RESEARCH, INC.	27-Ene-08		85	57,87
102	FOX-PITT, KELTON, INC.	15-Ene-08	Outperform	83	59,2
103	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	15-Ene-08	Outperform	71-72	55,71
104	CREDIT SUISSE - NORTH AMERICA	11-Ene-08	Outperform	85-90	57,82
105	PRICETARGET RESEARCH, INC.	5-Ene-08		85	58,35
106	HSBC GLOBAL RESEARCH	3-Ene-08	Neutral	72	65,44

### RESUMEN de los informes de analistas

Recomendación		Número de informes
Comprar 65	Strong Buy	9
	Outperform	32
	Overweight	4
	Buy	20
Mantener - Comprar 3	Maintain - Buy	3
Mantener 31	Hold	1
	Maintain - Neutral	2
	Market Perform	7
	Neutral	15
	Perform	6
Vender 1	Sell	1

suma	100*
------	------

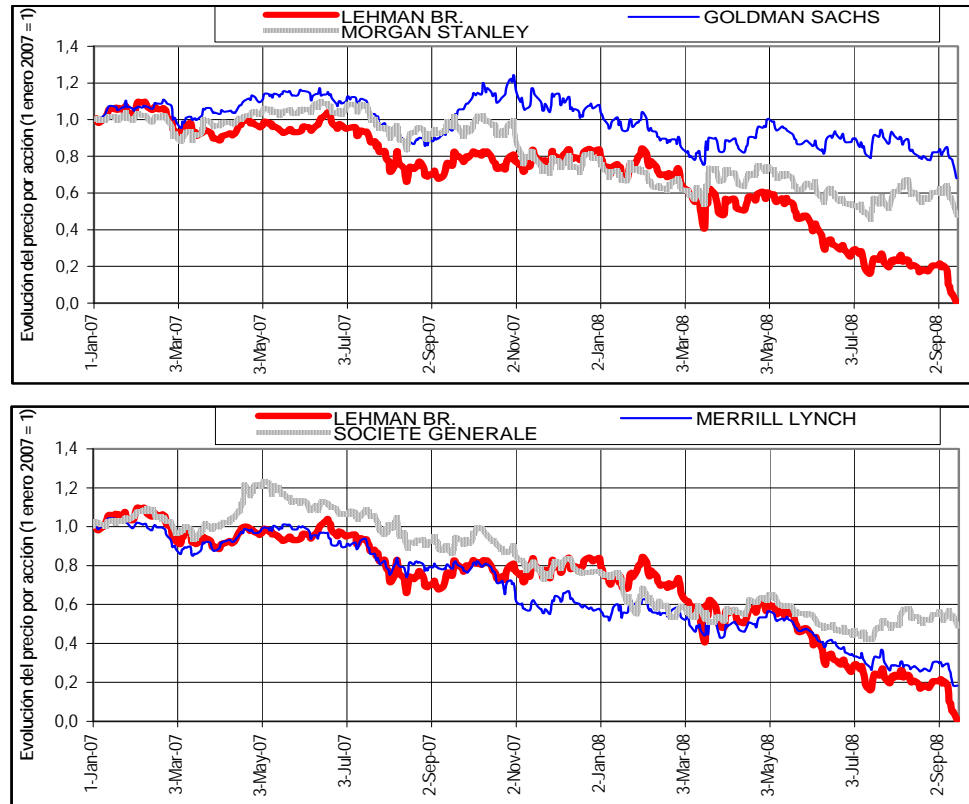
\* No suma 106 porque 6 de los informes no incluyen recomendación.

Sólo 2 (números 57 y 58, emitidos en mayo de 2008) de los 90 informes que contienen precio objetivo tienen un precio objetivo menor que el precio de la acción de Lehman del día de la fecha del informe.

### Distribución por meses

	Comprar	Mantener-Comprar	Mantener	Vender	Total
Enero 2008	5		1		6
Febrero	5				5
Marzo	13		6		19
Abril	7	1	1		9
Mayo	5		1	1	7
Junio	13		13		26
Julio	4		2		6
Agosto	6		2		8
Septiembre	7	2	5		14
Total	65	3	31	1	100

## ANEXO 2. Evolución de la cotización de Lehman y de otros bancos



Rentabilidad diaria de las acciones de Lehman.  
Enero 2007-15 septiembre 2008

Días con rentabilidad positiva	
Rentabilidad	Nº de días
>10%	10
>5%	42
>3%	71
>2%	95
>1%	141
>0%	199

Días con rentabilidad negativa	
Rentabilidad	Nº de días
<10%	18
<5%	54
<3%	87
<2%	114
<1%	172
<0%	229

### ANEXO 3. Ratings de la deuda de los bancos de inversión y otros bancos Calificación Emisiones de Deuda a Largo Plazo

*Fuente: Datastream y Bloomberg*

	Fecha	RATING		Fecha	RATING
Citigroup	19-Dec-08	A	Deutsche Bank	19-Dec-08	A+
	15-Ene-08	AA-		1-Ago-08	AA-
	14-Feb-07	AA		2-Ago-07	AA
	2-Abr-97	AA-		10-May-02	AA-
Lehman Brothers			ABN Amro	9-Mar-00	AA
	16-Sep-08	D		19-Dec-08	A+
	2-Jun-08	A		23-Sep-02	AA-
	11-Oct-05	A+			
JP Morgan Chase	23-Mar-93	A	Calyon	4-Jun-03	AA-
				29-Abr-97	AA
	14-Feb-07	AA-	Commerzbank	22-Mar-07	A
	17-Sep-02	A+		8-Oct-02	A-
BNP	21-Dec-00	AA-		19-Dec-01	A
	13-Sep-00	A+		14-Feb-01	A+
	28-Ene-09	AA	Fortis Banque	17-Jul-08	A+
	10-Jul-07	AA+		13-Jun-96	AA-
Merrill Lynch	6-Jul-04	AA	RBS	30-Oct-03	AA-
	21-Feb-01	AA-		19-Abr-00	A+
	10-Mar-99	A+	Schroders	5-Dec-02	A
	2-Jun-08	A		26-May-00	A+
Barclays	24-Oct-07	A+		19-Ene-00	A
	27-Oct-06	AA-	Credit Suisse	19-Dec-08	A
	17-Oct-02	A+		14-Jun-06	A+
	18-Dec-96	AA-	Goldman Sachs	19-Dec-08	A
Soc Gen	19-Dec-08	A+		27-Oct-06	AA-
	28-Sep-07	AA-	HSBC Holdings	19-Jun-06	AA-
	7-May-09	A+		27-Ene-09	BBB+
	15-Feb-08	AA-	Nomura Holdings	13-Jun-06	A-
UBS	15-Nov-06	AA		3-Mar-09	A
	30-Ago-99	AA-	Bank of America	19-Dec-08	A+
	19-Dec-08	A+		15-Sep-08	AA-
	1-Abr-08	AA-		14-Feb-07	AA
Morgan Stanley	1-Oct-07	AA			
	29-Jun-98	AA+			
	19-Dec-08	A			
	2-Jun-08	A+			
	30-Jul-07	AA-			

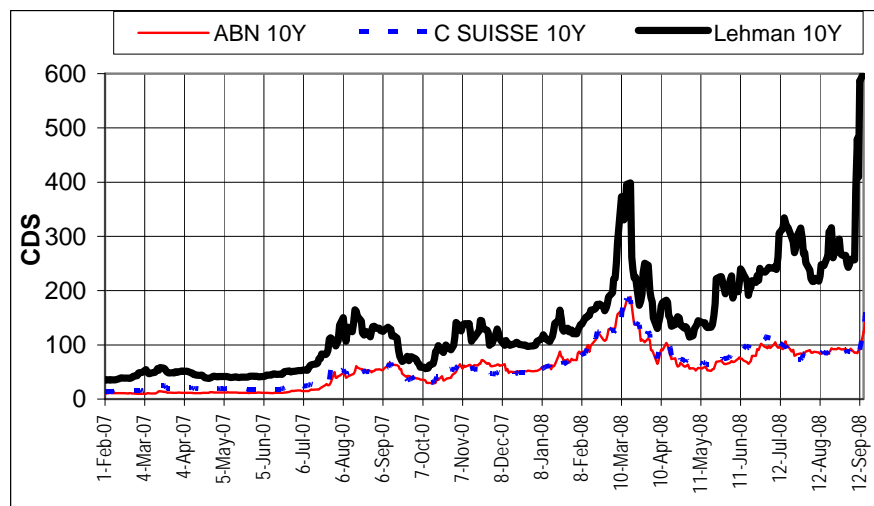
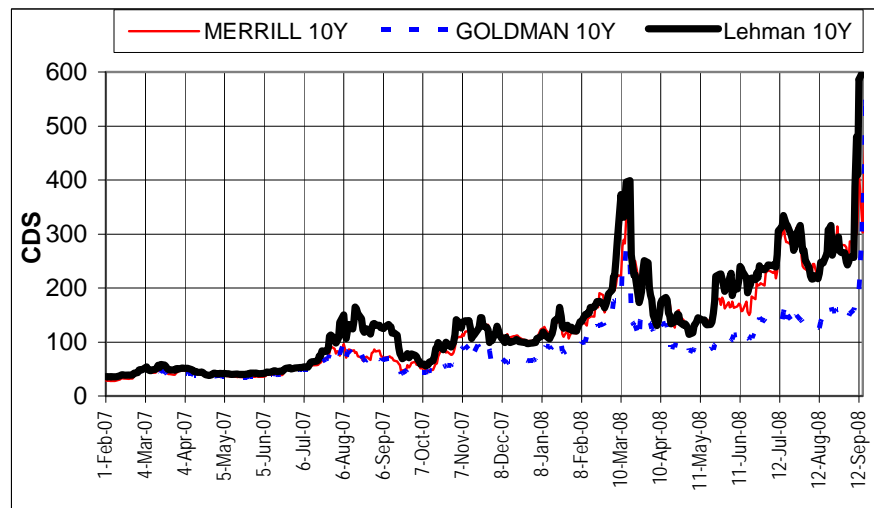
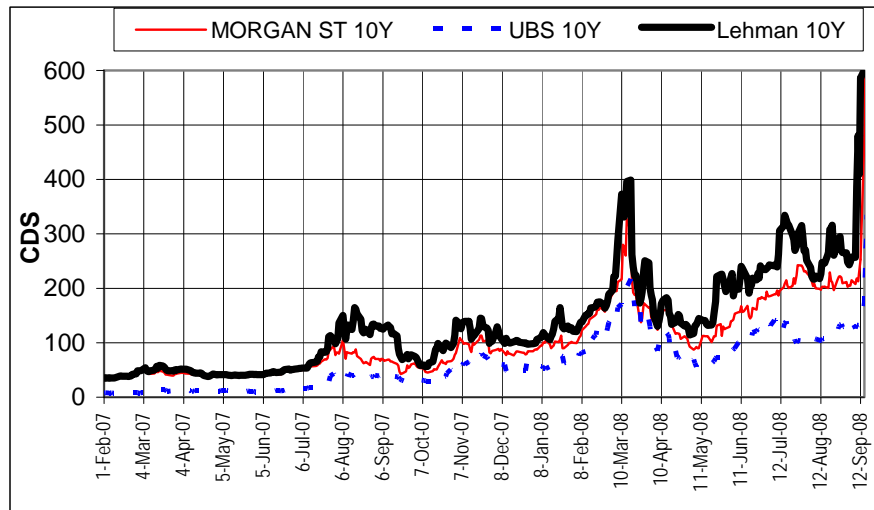
En Estados Unidos nunca había quebrado una entidad con calificación A y con el tamaño de Lehman (5º Banco de Inversión del Mundo).

Bear Sterns: Importante Banco de Inversión, pero con mucha menos importancia que Lehman como emisor. Fue absorbido por JP Morgan y no quebró. En marzo de 2008 todas las agencias de rating bajaron significativamente el rating de Bear Sterns.

Barings Bank: La operativa sin coberturas de un trader en el mercado japonés provocó la quiebra de Barings en 1995. ING asumió todas sus obligaciones y lo compró en 1995 por una Libra. Poca relevancia como emisor de productos.

Landbanski (Islandia): Aunque tampoco es comparable por volumen o repercusión mundial, era el mayor banco islandés y fue nacionalizado el 10 de octubre de 2008 por su situación de quiebra técnica (las deudas superaban en más de 12 veces el tamaño de la economía de Islandia, debido a su difusión internacional). Muchas emisiones de deuda estaban distribuidas en Reino Unido y en el resto de Europa. La nacionalización estuvo a punto de arrastrar a la quiebra al país, que finalmente negoció con Rusia.

## ANEXO 4. Evolución de los CDS de varios bancos



## ANEXO 5. Noticias y documentos que hablan sobre la IMPREVISIBLE quiebra de Lehman

<http://www.labolsa.com/foro/labolsa.com-123943003340258100.pdf> Trichet: "La nacionalización de algunas entidades es necesaria e inevitable". El Sole 24 Ore. "después del 15 de septiembre de 2008, cuando la crisis empeoró a causa de la **imprevista quiebra de Lehman Brothers**".

[http://www.elpais.com/articulo/economia/Lehman/Brothers/declara/bancarota/elpepueco/20080915elpepueco\\_1/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Lehman/Brothers/declara/bancarota/elpepueco/20080915elpepueco_1/Tes)

Lehman Brothers, 4º banco de inversión de Estados Unidos, se ha declarado hoy en quiebra tras 158 años de actividad ante el fracaso de las negociaciones con las dos entidades que en un principio se perfilaban como posibles compradores, Bank of America y el grupo británico Barclays.

Lehman, que sobrevivió a guerras e incluso al crack de 1929 pero que no ha podido capear la tormenta de la crisis de crédito.

Washington, con el secretario del Tesoro, Henry Paulson al frente, exigía una solución que no implicase la intervención financiera del Estado, que ya la semana pasada tuvo que acudir al rescate de las entidades hipotecarias semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac y en marzo asistió a Bear Stearns tras su colapso. **Sin apoyo del Estado nadie se ha atrevido a comprar Lehman Brothers.**

<http://www.invertia.com/noticias/noticia.asp?idNoticia=2048088> "La quiebra de Lehman Brothers ha supuesto **un imprevisto** y no se ha medido bien el riesgo".

Lehman Brothers declared bankruptcy on Monday as the US crisis greatly affects the European stocks.

<http://www.sponkit.com/lehman-brothers-declares-bankruptcy/>

The **unexpected fall of Lehman Brothers**, which is considered to be one of the highest profile investment institutions, happened when a frantic weekend marking a dangerous chapter in the financial crisis sparked by failings in the sub prime home-loan market.

Sloppy Lehman Bankruptcy Killed Billions in Value

<http://www.newser.com/story/46547/sloppy-lehman-bankruptcy-killed-billions-in-value.html>

Meanwhile, **the unexpected bankruptcy** squashed the values of Lehman's assets; they sold for far less than they were worth before the filing. Now, creditors are likely to recover 10 cents on the dollar for the \$200 billion they say is due.

NDF Administration Limited (NDFA) working on behalf of individual investors.

<http://www.ndfadministration.com/pages/PDF/press/NDFA-Lehman%20Media%20Statement.pdf>

NDFA is monitoring the situation closely and working with the regulatory authorities to assess the eventual impact of these **unexpected and unfortunate events**.

<http://www.livinginperu.com/news/7396> Lehman Brothers bankruptcy & Merrill Lynch sale shakes Peru

An **unexpected turn of events** on Wall Street on September 15 that shook Latin American markets once again and saw a 500 point drop in Dow, has been labeled by many as Black Monday.

Selective Nationalization: The Future Of U.S. Banks

<http://www.dailymarkets.com/stocks/2009/02/23/selective-nationalization-the-future-of-us-banks/>

I underestimated the speed in which this transformation would occur, especially with the **unexpected bankruptcy of Lehman**.

## Anexo 6. Balance y cuenta de resultados de Lehman en los últimos años

### Cuentas de resultados y balances de Lehman Brothers Holdings Datos en millones de \$. Fuente: ThomsonFinancial. Número de acciones: 689 millones

	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
Revenues	59.003	46.709	32.420	21.250	17.287	16.781
Depreciation, Depletion & Amortization	577	514	426	428	315	258
Operating Expenses - Total	52.928	40.804	27.591	17.737	14.746	15.338
Operating Income	6.075	5.905	4.829	3.513	2.541	1.443
Earnings Before Interest And Taxes (EBIT)	45.759	35.031	22.619	13.192	11.176	12.025
Interest Expense On Debt	39.746	29.126	17.790	9.698	8.712	10.682
Pretax Income	6.013	5.905	4.829	3.494	2.464	1.343
Income Taxes	1.821	1.945	1.569	1.125	765	368
Net Income Before Extra Items/Preferred Div	4.192	3.960	3.260	2.369	1.699	975
Extr Items & Gain(Loss) Sale of Assets	0	47	0	0	0	0
Net Income Before Preferred Dividends	4.192	4.007	3.260	2.369	1.699	975
Preferred Dividend Requirements	67	66	69	72	50	69
<b>Net Income</b>	<b>4.125</b>	<b>3.894</b>	<b>3.191</b>	<b>2.297</b>	<b>1.649</b>	<b>906</b>

### BALANCE SHEET

ASSETS	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
Cash And ST Investments	20.029	12.078	10.644	9.525	11.022	6.502
Receivables (Net)	43.277	27.971	21.643	18.763	15.310	13.964
Property Plant & Equipment - Net	3.861	3.269	2.885	2.988	2.806	2.075
Other Assets	169.859	123.295	111.406	100.294	92.317	95.695
<b>Total Assets</b>	<b>688.754</b>	<b>500.875</b>	<b>407.446</b>	<b>355.081</b>	<b>309.891</b>	<b>258.011</b>

LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
ST Debt & Current Portion of LT Debt	309.828	154.253	163.776	141.713	145.811	125.046
Long Term Debt	124.518	121.064	53.899	49.365	37.195	31.417
Other Liabilities	234.227	197.383	175.594	151.170	115.881	94.931
<b>Total Liabilities</b>	<b>666.264</b>	<b>481.684</b>	<b>390.652</b>	<b>340.161</b>	<b>296.717</b>	<b>249.069</b>

#### Shareholders' Equity:

Minority Interest	0	0	0	0	0	0
Preferred Stock	1.095	1.095	1.095	1.345	1.045	700
Common Equity	21.395	18.096	15.699	13.575	12.129	8.242
Retained Earnings	19.698	15.857	12.198	9.240	7.129	5.608
<b>Total Liabilities &amp; Shareholders' Equity</b>	<b>688.754</b>	<b>500.875</b>	<b>407.446</b>	<b>355.081</b>	<b>309.891</b>	<b>258.011</b>

## Anexo 7. Beneficios y ratios bursátiles de Lehman y de otros bancos

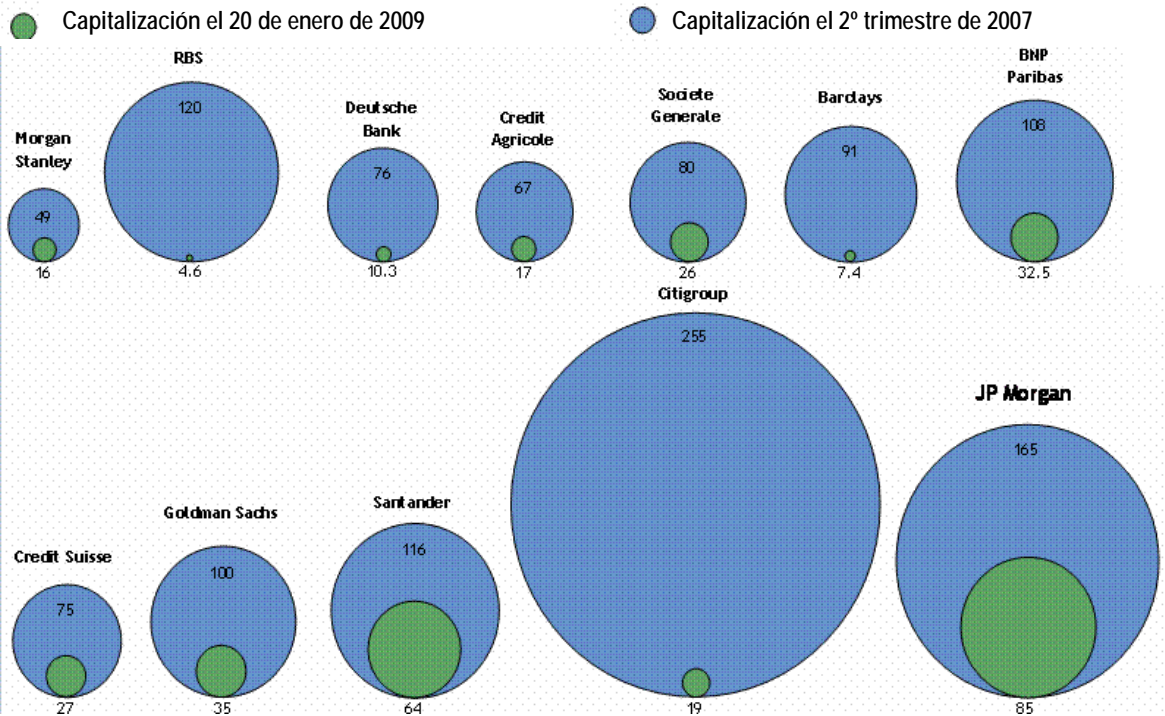
	ROE					PER			
	2004	2005	2006	2007		2004	2005	2006	2007
BARCLAYS	18,8	20,5	21,8	23,4		12,3	11,7	11,8	7,0
CITIGROUP	15,8	15,7	21,9	17,3		15,3	12,5	13,3	7,9
CREDIT SUISSE GROUP N	15,0	14,3	15,1	26,0		9,7	13,5	12,0	7,5
DEUTSCHE BANK	9,5	9,8	13,5	17,7		12,3	11,7	9,9	5,7
HSBC HOLDINGS	13,7	15,7	16,0	14,9		16,9	13,3	12,6	10,8
JP MORGAN CHASE & CO.	4,2	4,6	8,6	13,7		21,0	18,0	13,8	9,5
<i>BANCO SANTANDER</i>	<i>9,5</i>	<i>11,2</i>	<i>16,1</i>	<i>17,8</i>		<i>11,3</i>	<i>18,2</i>	<i>12,1</i>	<i>12,7</i>
<i>BBVA</i>	<i>17,5</i>	<i>22,6</i>	<i>24,5</i>	<i>26,3</i>		<i>16,9</i>	<i>14,8</i>	<i>11,2</i>	<i>11,8</i>
UBS 'R'	23,1	21,9	31,2	23,3		12,8	13,3	12,6	9,4
GOLDMAN SACHS GP.	18,2	18,3	24,3	30,3		11,7	11,4	10,1	8,7
MORGAN STANLEY	15,9	16,4	16,9	23,3		13,6	12,6	11,5	22,4
MERRILL LYNCH & CO. D15/01/09	14,4	14,1	12,6	24,8		13,5	13,7	14,1	12,2
ABN AMRO HOLDING D 25/04/08	28,9	24,4	19,3	39,9		8,5	9,3	10,3	15,0
<b>LEHMAN BROS.HDG.</b>	<b>17,5</b>	<b>17,9</b>	<b>21,2</b>	<b>21,5</b>		<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>11,6</b>	<b>9,0</b>
BNP PARIBAS	15,5	13,4	13,4	17,8		9,7	10,5	10,6	8,0
SOCIETE GENERALE	17,6	17,6	18,8	17,0		10,6	9,8	10,3	8,0
BANK OF AMERICA	14,2	16,5	13,0	16,2		12,8	11,1	12,4	9,4
ING GROEP	23,2	21,0	20,1	24,9		8,6	9,2	9,8	7,1
NOMURA	3,5	6,9	6,1	16,2		28,7	30,8	22,7	6,5
<i>BANCO POPULAR ESPANOL</i>	<i>20,4</i>	<i>15,2</i>	<i>18,1</i>	<i>19,2</i>		<i>14,2</i>	<i>15,9</i>	<i>16,1</i>	<i>12,4</i>
<i>BANCO DE SABADELL</i>	<i>10,6</i>	<i>13,2</i>	<i>13,8</i>	<i>23,2</i>		<i>17,7</i>	<i>14,1</i>	<i>19,6</i>	<i>4,3</i>
<i>BANESTO</i>	<i>14,9</i>	<i>15,4</i>	<i>16,5</i>	<i>32,8</i>		<i>14,9</i>	<i>17,1</i>	<i>18,0</i>	<i>26,6</i>
<i>BANKINTER</i>	<i>16,2</i>	<i>12,6</i>	<i>13,7</i>	<i>13,9</i>		<i>19,7</i>	<i>18,3</i>	<i>21,9</i>	<i>2,9</i>

	Valor M / Valor contable					Beneficio (\$ millones)			
	2004	2005	2006	2007		2004	2005	2006	2007
BARCLAYS	2,2	2,3	2,4	1,4		3.268	3.297	3.913	4.898
CITIGROUP	2,3	2,2	2,3	1,3		17.046	17.214	24.787	20.911
CREDIT SUISSE GROUP N	1,5	1,8	2,1	1,6		5.455	5.504	6.453	11.452
DEUTSCHE BANK	1,3	1,4	1,5	1,2		2.472	2.634	4.136	6.397
JP MORGAN CHASE & CO.	1,3	1,3	1,4	1,2		4.466	4.800	9.300	16.150
<i>BANCO SANTANDER</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>2,0</i>	<i>1,7</i>		<i>3.136</i>	<i>3.936</i>	<i>6.515</i>	<i>7.905</i>
<i>BBVA</i>	<i>2,8</i>	<i>3,1</i>	<i>3,0</i>	<i>2,3</i>		<i>2.802</i>	<i>3.047</i>	<i>4.011</i>	<i>5.666</i>
UBS 'R'	2,8	2,8	2,9	2,8		8.089	8.364	14.913	12.023
GOLDMAN SACHS GP.	1,7	1,6	2,0	2,1		4.553	4.772	6.593	10.255
MORGAN STANLEY	2,0	1,7	2,4	1,8		4.486	4.662	5.098	8.570
MERRILL LYNCH & CO. D15/01/09	1,8	1,9	2,2	6,8		4.436	4.396	4.379	9.182
ABN AMRO HOLDING D - 25/04/08	2,3	1,9	1,9	2,3		4.109	3.935	4.490	9.848
<b>LEHMAN BROS.HDG.</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>		<b>2.369</b>	<b>2.574</b>	<b>3.470</b>	<b>4.068</b>
BNP PARIBAS	1,5	1,4	1,5	1,2		4.668	5.456	6.115	7.674
SOCIETE GENERALE	1,6	1,8	1,9	1,6		3.269	3.703	4.698	5.140
BANK OF AMERICA	1,9	1,8	1,8	1,3		14.143	16.157	16.756	21.402
ING GROEP	1,9	2,3	2,4	1,7		5.968	6.566	7.289	7.590
NOMURA	1,0	2,0	1,4	1,3		702	1.523	1.399	4.302
<i>BANCO POPULAR ESPANOL</i>	<i>2,8</i>	<i>2,5</i>	<i>3,0</i>	<i>2,3</i>		<i>801</i>	<i>694</i>	<i>910</i>	<i>1.070</i>
<i>BANCO DE SABADELL</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>	<i>2,5</i>	<i>2,0</i>		<i>326</i>	<i>410</i>	<i>484</i>	<i>980</i>
<i>BANESTO</i>	<i>2,4</i>	<i>2,5</i>	<i>2,7</i>	<i>2,0</i>		<i>456</i>	<i>476</i>	<i>593</i>	<i>1.470</i>
<i>BANKINTER</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>	<i>3,0</i>	<i>2,8</i>		<i>163</i>	<i>172</i>	<i>203</i>	<i>227</i>

## Anexo 8. Crisis Bancaria Mundial. Algunos datos de los mayores bancos

Datos en miles de millones de dólares. Fuente: Bloomberg y JP Morgan



		Maxima cotización 2007	Mínima cotización 2009	min / Max
Bancos USA	Citigroup	61,36	1,35	2,2%
	Bank of America	52,71	3,22	6,1%
	Morgan Stanley	60,5	9,2	15,2%
	Goldman	245,49	63	25,7%
	JP Morgan	53,8	16,76	31,2%
	Bank of New York	49,82	19	38,1%
Bancos europeos y asiáticos	BNP	94,25	21,38	22,7%
	Deutsche Bank	117,96	16,875	14,3%
	Fortis Bank	34	0,583	1,7%
	Societe Generale	158,42	24,3	15,3%
	ING	34,5	2,46	7,1%
	Royal Bank of Scotland	634,86	10,3	1,6%
	Barclays	770	51,3	6,7%
	Banca PASCHI SIENA	5,23	0,792	15,1%
	UNICREDITO	7,67	0,729	9,5%
	Credit Suisse	78,15	20,11	25,7%
	UBS	79,95	9,05	11,3%
	HSBC	9,615	3,61	37,5%
Bancos españoles	Nomura	23,53	4,09	17,4%
	BBVA	20,08	4,68	23,3%
	Santander	15	4	26,7%
	Popular	16,03	3,34	20,8%
	Bankinter	14,6	5,81	39,8%
	Banco Sabadell	9,325	2,97	31,8%