

La faillite de Lehman Brothers

En 2007, Lehman Brothers gérait près de 700 milliards de dollars d'actifs et employait plus de 25 000 personnes dans le monde. Elle était alors la quatrième plus grande banque de financement et d'investissement (BFI) des Etats-Unis. Sa faillite, le 15 septembre 2008, est la plus importante faillite d'entreprise de l'histoire du capitalisme.

1. L'évolution du *business model* de Lehman Brother

A – Lehman Brothers est essentiellement une banque d'affaires jusqu'aux années 1980

La création de Lehman Brothers remonte à 1850. Initialement, engagée dans le marché de l'échange de coton, Lehman Brothers devient au début du 20^{ème} siècle une banque d'affaire, c'est-à-dire une institution financière proposant des services de conseil financier aux grandes entreprises américaines.

Lehman Brothers accompagne et facilite l'essor du capitalisme américain et de ses grandes firmes en conseillant ces dernières dans leurs opérations de fusion-acquisition, d'introduction boursière ou bien d'émission obligataire.

B – Par la suite, Lehman Brothers assure sa croissance en développant ses activités d'investissement sur les marchés de capitaux

A la fin des années 1970, Lehman Brothers réoriente son *business model* vers des activités d'investissement sur les marchés de capitaux et ceci pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les firmes deviennent de plus en plus grandes et possèdent désormais les moyens pour constituer des départements financiers ce qui réduit la demande adressée aux banques d'affaires. Ensuite, le développement d'une économie de marchés financiers stimule le développement d'une nouvelle clientèle qui se substitue petit à petit à la clientèle de grandes firmes : les fonds d'investissement qui sont demandeurs de services de liquidité. Enfin, les innovations financières démultiplient les opportunités de profit permises par les opérations sur titres.

Cette réorientation stratégique implique la gestion d'un immense stock d'actifs financiers dont la grande majorité est financée par de la dette. Cette nouvelle activité principale, reposant sur un fort effet de levier, est lucrative mais risquée puisque la banque n'a que très peu de fonds propres pour éponger les éventuelles pertes. Elle s'en remet entièrement à ses modèles de gestion des risques pour éviter la catastrophe. Par ailleurs, la dette finançant le stock d'actifs est majoritairement une dette de court terme qui l'expose à un fort risque de liquidité alors même, qu'en tant que BFI, elle n'a pas accès à la liquidité de la banque centrale.

2. Le cheminement vers la faillite

A – Des années 1990 à la crise : une prise de risque démesurée

En 1994, Lehman Brothers est introduite en bourse et Richard Fuld en devient le PDG. Ce dernier assure une forte croissance en développant les activités d'investissement sur les marchés de capitaux : investissement sur comptes propres, fourniture de liquidité aux fonds d'investissement, titrisation, achat-revente de firmes et d'immobilier, etc. Le bilan de Lehman Brothers est multiplié par cinq entre 1997 et 2007 et cette croissance est principalement financée par de la dette. Bénéficiant d'un très fort effet de levier, la

banque fait des profits records et le cours de l'action est multiplié par 22 entre 1994 et 2007.

En 2006-2007, Richard Fuld interprète les premiers signes de la future crise des subprimes à un creux conjoncturel dans une tendance haussière globale et adopte une stratégie contra-cyclique consistant à acheter des actifs (crédits subprimes, immobilier, etc.) au cours de la baisse pour ensuite bénéficier de la remontée de leurs cours. La taille du bilan augmente alors considérablement tout comme l'exposition au risque que la banque parvient à dissimuler comptablement grâce à la technique financière des repo.

En mars 2008, la cinquième plus grande BFI américaine Bear Sterns, qui a subi des pertes importantes avec la multiplication des défauts subprime, ne peut plus faire face à ses engagements et est rachetée par JPMorgan Chase pour 2 \$ l'action. Les investisseurs perdent alors confiance dans les banques impliquées dans les crédits subprime. Ne trouvant plus d'investisseurs pour faire rouler sa dette, Lehman est acculée à la faillite d'autant plus que la vente d'actifs n'est pas une solution viable pour faire face à cette crise de liquidité puisque leur vente à prix bradé dégraderait encore plus le bilan.

B – Pourquoi le Trésor n'a-t-il pas sauvé Lehman Brothers

Dans ces situations de crise de confiance, seul un rachat par une autre banque ou une recapitalisation par l'Etat peut éviter la faillite. Dans le cas de Bear Sterns, le Trésor public américain a accepté de prendre en charge 30 milliards d'actifs douteux pour que la transaction avec JPMorgan Chase ait lieu. Il n'en sera pas de même pour Lehman Brothers puisque le Trésor refusera toute aide publique pour favoriser la reprise, alors même que des repreneurs s'étaient manifestés. Si les autorités américaines ont laissé Lehman faire faillite, c'est pour moraliser le marché en envoyant le signal à tous les intermédiaires financiers que le secours d'une banque, même si elle est de grande taille, n'est pas systématique et qu'il est donc indispensable d'être prudent.

La faillite de Lehman Brothers est à l'origine d'une crise de confiance généralisée qui a débouché sur la plus grave crise économique et financière que le monde ait connue depuis 1929.