

Märkte haben den Lehman-Schock verdaut

– Interbankenmarkt in klar besserer Verfassung als im Sommer 2008 – Westliche Börsen liegen zum Teil noch deutlich unter ihrem Vor-Lehman-Stand

schlag für US-Unternehmensanleihen ohne Anlagequalität (Junk Bonds) kletterte bis Mitte Dezember auf einen Rekordwert von mehr als 2180 Basispunkten. Jener für Anleihen mit Anlagequalität (High Grade) stieg auf über 600 Basispunkte. Auch die Regierungen von Schwel- lenländern bekamen die allgemeine Panik unter den Investoren zu spüren; ihre Kreditspreads weiteten sich auf fast 900 Basispunkte aus. Einzelne Länder wie Kasachstan wurden an den Märkten zeitweise als Bankrottandidaten gehandelt.

Erst gegen Ende Jahr, als Notenbanken und Regierungen begannen, alle Mittel in

die Waagschale zu werfen, wendete sich das Bild. An den Aktienmärkten dauerte die Panik etwas länger. Die westlichen Börsen markierten im März ihren Tiefpunkt. Die meisten Schwellenländer haus- sieren dagegen bereits seit November.

Erholung

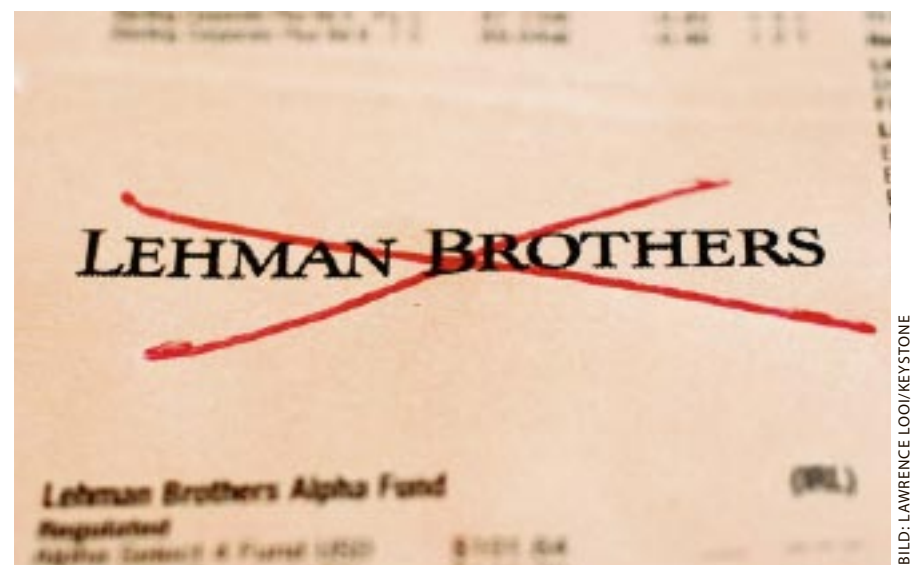
Heute zeigt die Bilanz klar: Die Kreditmärkte haben den Lehman-Schock verdaut. Es hat nahezu ein Jahr gedauert, aber die meisten relevanten Spreads haben sich mittlerweile auf ihr Vor-Lehman-Niveau zurückgebildet (vgl. Grafiken un-

ten links). Der Interbankenmarkt ist sogar wieder in deutlich besserer Verfassung, der Ted Spread notiert mit weniger als dreissig Basispunkten klar unter dem Stand vom Sommer 2008. Parallel dazu hat sich die Weltwirtschaft – vor allem dank massiver Konjunkturlilfe diverser Staaten – vom Absturz erholt. Die meisten Vorlaufindikatoren, etwa die Einkaufsmanagerindizes, deuten Wachstum an.

Zu behaupten, die westlichen Aktienmärkte hätten den Lehman-Schock vollständig verdaut, ist jedoch verfrüht. Der S&P-500-Index notiert gegenwärtig 17% unter seinem Stand vom Freitag vor dem Lehman-Konkurs (vgl. Grafik). Der Londoner FTSE-100 liegt knapp 10% und der SMI knapp 15% unter dem Vor-Lehman-Stand. Die meisten Schwellenländer, mit Ausnahme Osteuropas, liegen dagegen zum Teil bereits deutlich über dem Stand vom 12. September 2008.

Terra incognita

Lehman Brothers ist Geschichte. Was bleibt? Barclays und Nomura schnappten sich gewisse operative Teile aus der Konkursmasse. Das Lichterspiel an der Fassade am Hauptsitz am New Yorker Times Square ist nicht mehr Lehman-grün, sondern Barclays-blau. Der Rest des gestrauchelten Kolosses wird in einem langwierigen Verfahren abgewickelt (vgl. Textkasten unten). Notenbank und Regulierungs-



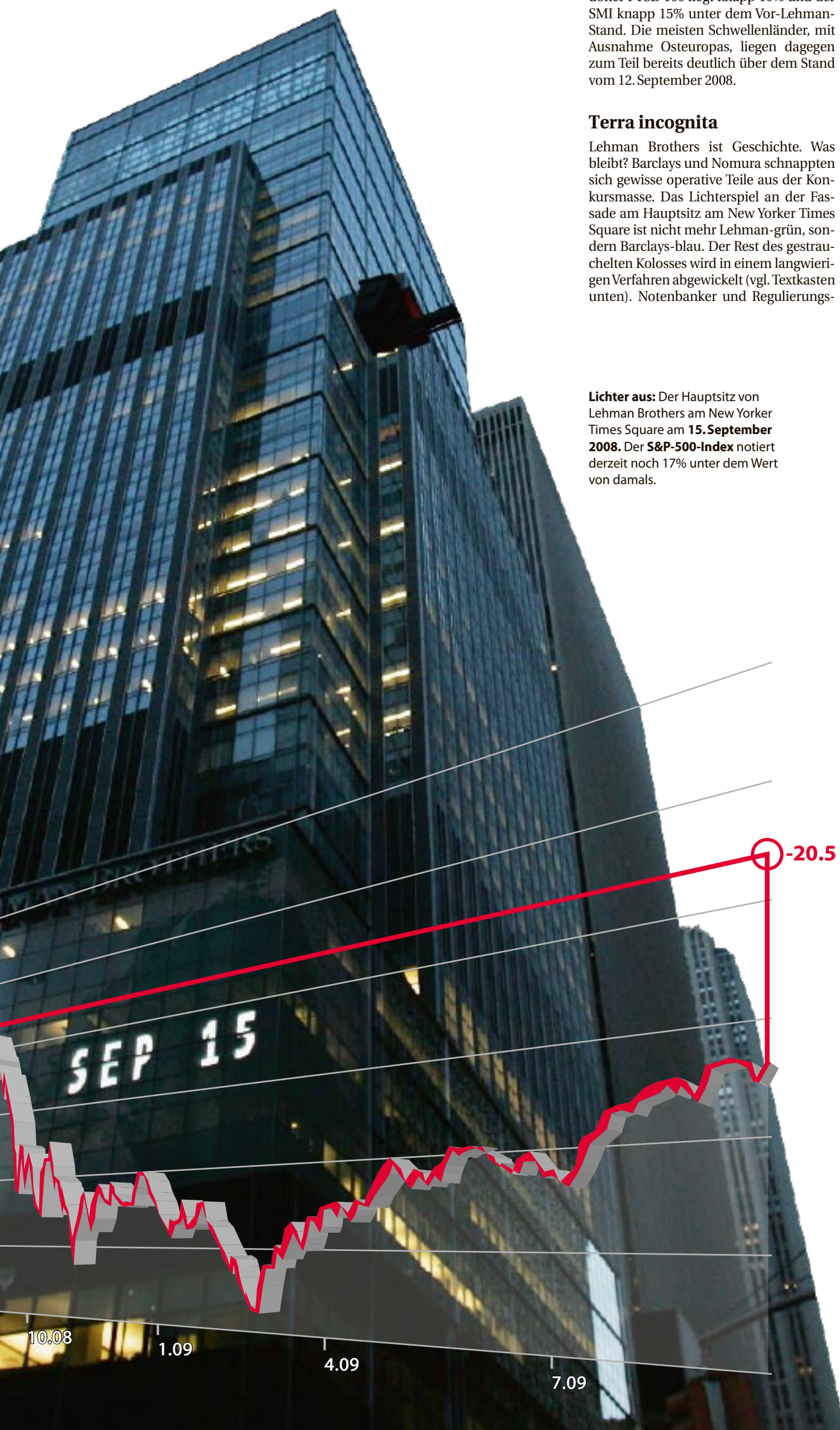
Lehmans Bankrott brachte das Weltfinanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs.

BILD: LAWRENCE LOO/KEYSTONE

behörden diskutieren seither eifrig, wie das Finanzsystem sicherer gemacht werden kann. Ein Konsens zu schärferen Kapitaldeckungsvorschriften für die Banken zeichnet sich bereits ab; am G-20-Gipfel in Pittsburgh vom 24. und 25. September wird das Thema weit oben auf der Agenda stehen (vgl. Seiten 1 und 29).

Kein amtierendes Regierungsmitglied, kein Zentralbanker und kein Investor hat je eine Finanzmarkt-Kalamität dieses Ausmasses erlebt. Die finanzielle Bürde, die

sich einzelne Staaten für die Rettung und die Stabilisierung des Systems aufgeladen haben, ist in der Geschichte höchstens mit dem Zweiten Weltkrieg vergleichbar. Sie alle haben sich auf unbekanntes Terrain, Terra incognita, begeben. Ob das Experiment dereinst in einem neuerlichen Konjunkturreinbruch, in einer Deflation à la Japan oder doch in Hyperinflation endet, wird sich weisen. Der Lehman-Schock ist verdaut, doch seine Nachbeben werden noch Jahre zu spüren sein.



Lichter aus: Der Hauptsitz von Lehman Brothers am New Yorker Times Square am 15. September 2008. Der S&P-500-Index notiert derzeit noch 17% unter dem Wert von damals.

Eine Herkules-Aufgabe

Über 650 Lehman-Gesellschaften weltweit werden abgewickelt

Spekulant haben in den vergangenen Wochen und Monaten den Bond- und Aktienkurs von Lehman Brothers bewegt.

Eine von der Holding ausgegebene Frankenleihe notiert derzeit mit 16% fast dreimal höher als zu Beginn des Jahres (vgl. Kursgrafik). Die Investoren hoffen, am Ende des Konkursverfahrens zumindest etwas mehr Geld zu erhalten als zunächst befürchtet. Wissen werden sie es jedoch erst, nachdem die Lehman Brothers Holding abgewickelt ist. Und das wird noch Jahre dauern.

Die Nachlassverwalter haben alle Hände voll zu tun. Weit verzweigt war das Netz der Holding; sie war in mehr als vierzig Ländern tätig und zählte über 650 juristische Einheiten. Die Abwicklung des Konkurses wird deshalb als **das grösste und komplizierteste Verfahren der Wirtschaftsgeschichte** bezeichnet. Jetzt, ein Jahr nach der Bankrotterklärung, sind erste Fristen für die Eingabe von Forderungen bekannt.

Wer gegenüber der Holding mit Sitz in den USA eine Forderung besitzt, muss sie bis zum 2. November anmelden. Das gilt auch für Anteilhaber in Deutschland und der Schweiz, die strukturierte Produkte und Zertifikate halten, die von der Holding garantiert, jedoch meist von Töchtern in Curaçao oder Amsterdam ausgegeben wurden. «Ich warne davor, auf eigene Faust Forderungen gegenüber Lehman Brothers Holding geltend zu machen», rät Daniel Fischer. Der Zürcher Wirtschaftsanwalt vertritt zahlreiche Anleger, die mit strukturierten Produkten von Lehman Verluste erlitten haben. **«Gute Banken übernehmen das für ihre Kunden, aber auch sie sollten sich unbedingt an amerikanische Konkursrechtsprofis wenden»**, fährt Fischer fort.

Bisher ist nur die Eingabefrist für die Holding bekannt. Bei den für strukturierte Produkte benutzten Töchtern wurden noch keine Fristen gesetzt. «Ob die Forderung gegenüber der Garantiegeberin oder der Emittentin erhoben wird, ist genau zu prüfen. Letztlich wird entscheidend sein, wo überhaupt Geld zu holen ist», sagt Wirtschaftsanwalt Fischer.

Diese Frage bereitet den mit dem Fall betrauten Konkursverwaltern auf der ganzen Welt Kopfzerbrechen, von Australien über Japan, Singapur, Deutschland, Schweiz über Bermuda bis in die USA. Lehman Brothers wurde global von den USA aus gesteuert, die Holding sog das Geld von überall her an und verteilte es über die Gruppe, wie

aus Unterlage zuhanden der Gläubiger hervorgeht. Ein Vertreter des Zwangsverwalters der europäischen Lehman Brothers, PricewaterhouseCoopers, rechnet damit, dass das New Yorker Mutterhaus der Londoner Tochter insgesamt 100 Mrd. \$ schuldet.

Davon abgesehen **hängen in London zahlreiche Hedge Funds um einen Teil ihres Vermögens.** Sie hatten Lehman Europe, ihrem Prime-Broker, Wertschriften als Sicherheit für Kredite hinterlegt. Weil Lehman die Wertschriften für eigene Zwecke weiterverwendete (Rehypothecation), stecken die Titel nun in der Konkursmasse fest – und das, obwohl sie den Hedge Funds gehörten. In den USA ist dieses Vorgehen unter den Bestimmungen des Investorenschutzes nicht im selben Umfang erlaubt. **Zu den bekanntesten Opfern zählt der grösste europäische Hedge Fund GLG**, der sich als Gläubigervertreter engagiert. Um die Forderungen der Hedge Funds vom Tisch zu haben, beantragte der Zwangsverwalter einen Kollokationsplan, der diese Forderungen bevorzugt hätte. Ein Richter des High Court in London wies ihn jedoch zurück, was das Verfahren weiter verzögert. Ebenso langsam geht die Abwicklung der Schweizer Lehman-Einheit vor sich: Da wird zurzeit der Gläubigerausschuss bestellt.

Wie hoch die allfälligen Zahlungen in den einzelnen Konkursfällen sein werden, ist völlig offen. **Die Verfahren ziehen sich noch über Jahre hin.** Mit Sicherheit steht bereits heute fest, dass die Zwangsverwalter von Lehman ein gutes Geschäft machen. In den ersten zehn Monaten der Zwangsverwaltung von Lehman Brothers Holding in den USA wurden **über 300 Mio. \$ an Honoraren** ausbezahlt. **CP**

Lehman Brothers

