

# Lehman-Crash: Institutionelle Anleger dürfen hoffen

**Börsen-Zeitung, 3.7.2010**

Der Zusammenbruch der Bank Lehman Brothers und die Bankenkrise im September 2008 sind inzwischen historische Ereignisse. Heute richtet sich die Aufmerksamkeit weniger auf die Banken als auf die Staatsverschuldung einiger Euro-Länder. Lehman ist aber trotzdem nicht (nur) Geschichte; die Abwicklung der Bank ist vielmehr in vollem Gange. Es geht um die Verteilung von Milliardenbeträgen aus der Insolvenzmasse und aus Sicherheiten, die für bestimmte Lehman-Produkte hinterlegt sind.

## Kein Meinungs-austausch

Banken, Versicherungen und andere institutionelle Anleger aus Deutschland haben in großem Umfang in Lehman-Zertifikate und andere Lehman-Produkte investiert. Banken haben diese zum Teil an Kleinanleger weitergereicht und sehen sich nun Haftungsansprüchen wegen unzureichender Beratung ausgesetzt. Doch gibt es für die institutionellen Anleger durchaus noch etwas aus der Insolvenzmasse zu holen. Manchen Anlegern ist allerdings nicht klar, welche Ansprüche sie überhaupt haben bzw. wie sie diese geltend machen können. Der Kreis der Anleger ist groß, ein Meinungs-austausch zwischen ihnen oder gar eine einheitliche Willensbildung findet nicht statt.

Die Insolvenzverwalter von Lehman sind demgegenüber straff organisiert und verfügen offenbar über nahezu unbegrenzte finanzielle und fachliche Ressourcen. Einem Bericht der „New York Times“ zufolge haben sie und ihre Berater, darunter auch Anwaltskanzleien, bereits mehr als 750 Mill. Dollar an Gebühren für die Verwaltung und die Veräußerung von Vermögenswerten aus der Insolvenzmasse und von Sicherheiten verinnahmt.

Vor diesem Hintergrund sind einige neuere Entscheidungen englischer und amerikanischer Gerichte für institutionelle Anleger von Bedeutung, die Produkte aus einem Multi Issuer Secured Obligation Programme, dem Dante-Programm, er-



**Reinhard Hermes**

Partner bei  
Oppenhof &  
Partner, Köln

worben haben. Dabei hat Lehman über Zweckgesellschaften mit Fantasienamen wie Boccaccio Finance PLC, Diamond Finance PLC oder Petrarca Finance PLC eine Vielzahl von strukturierten Finanzprodukten begeben, darunter auch synthetische CDO (Collateralised Debt Obligations), eine Art von Kreditversicherung.

## Gegenläufige Interessen

Wirtschaftlich haben die Bank, die diese Produkte strukturiert hat (in diesem Fall also Lehman), und die Käufer von synthetischen CDO (also die Anleger) gegenläufige wirtschaftliche Interessen. Mit dem Erwerb von synthetischen CDO „verkaufen“ die Anleger an Lehman für die Laufzeit der Anleihen (normalerweise fünf bis zehn Jahre) Versicherungsschutz gegen den Ausfall eines bestimmten Portfolios von Schuldtiteln. Technisch erfolgte dies über Credit Default Swaps (CDS, Kreditausfall-Swaps), bei denen Lehman als Gegenpartei fungierte. Je größer die Ausfallquote bei den Schuld-

titeln, desto höher sind die Zahlungsverpflichtungen der Anleger gegenüber Lehman unter dem CDS bei Fälligkeit der Anleihen. Die Anleger gingen natürlich davon aus, dass die Anleihen bei Fälligkeit zu 100% zurückgezahlt würden. Sie vertrauten dabei auf das hohe Rating der Anleihen durch die Ratingagenturen. Tatsächlich verkürzten jedoch Zahlungen an Lehman unter dem CDS die zur Rückzahlung an die Anleger zur Verfügung stehenden Beträge. Im Ergebnis fällt Lehmans Gewinn umso höher aus, je größere Verluste die Anleger erleiden.

Zur Absicherung der Ansprüche sowohl der Anleger als auch von Lehman unter den CDS wurden Sicherheiten in Form von (jedenfalls zum Teil immer noch werthaltigen) Wertpapieren bestellt, die aus dem Verkaufserlös der CDO erworben und unter der Obhut eines Treuhänders, BNY Corporate Trustee Services Ltd. (BNY), hinterlegt sind.

## Anspruch gemindert

Die Vertragsbedingungen der CDO enthalten auch Regelungen für die vorzeitige Fälligkeit und Rückzahlung der CDO. In diesem Fall kommt es zu einer Beendigung des Credit Default Swap. Soweit der börsentäglich ermittelte Marktwert (sogenannter Mark to Market Value) des CDS zu diesem Zeitpunkt einen für Lehman positiven Saldo ergibt, stünde Lehman normalerweise ein Zahlungsanspruch zu, der durch Liquidierung der Sicherheiten zu bedienen ist und den Rückzahlungsanspruch der Anleger mindert. Abweichend von dieser Regel bestimmen jedoch einige der englischen Recht unterliegenden Treuhandverträge der Dante-Zweckgesellschaften mit Lehman, dass im Falle einer Insolvenz von Lehman die Rechte der Anleger etwaigen Ansprüchen von Lehman aus der Auflösung der

CDS vorgehen, d. h. die Sicherheiten vorrangig für die Rückzahlung der Anleihen zu verwenden sind.

## Vorzeitig fällig

Mit der Insolvenz der Lehman Gruppe wurden die Dante-CDO vorzeitig fällig. Daraufhin wiesen einige Dante-Anleger den Treuhänder Bank of New York Mellon (BNY) an,



**David Doble**

Senior Partner  
bei David Doble  
Solicitors,  
London

Sicherheiten in Höhe ihrer Ansprüche freizugeben. Die Insolvenzverwalter von Lehman wehrten sich dagegen. Englische Gerichte entschieden bislang zugunsten der Anleger, weil die Vorrangklauseln nach englischem Recht wirksam vereinbart seien. Der Insolvenzverwalter von Lehman Brothers legte dagegen Revision ein und beantragte parallel dazu mit Klage vor einem amerikanischen Gericht, BNY die Herausgabe der Sicherheiten zu verbieten. Das amerikanische Gericht gab der Klage mit der Begründung statt, die Vorrangklausel widerspreche amerikanischem Insolvenzrecht. Eine Lösung dieses Konflikts wird auf sich warten lassen. Das höchste englische Gericht wird voraussichtlich im März 2011 über die Revision der Lehman-Insolvenzverwalter entscheiden; wann das amerikanische Verfahren erledigt sein wird, ist unklar.

Die Insolvenzverwalter versuchen allerdings derzeit, den Dante-Kom-

plex (es handelt sich um tausende von CDO-Tranchen) möglichst schnell zu erledigen, und zwar gestützt auf die Entscheidung des amerikanischen Gerichts (obwohl diese noch nicht rechtskräftig ist), wonach die Ansprüche von Lehman gegenüber denen der Anleger vorgehen. So erhielten bereits einige Anleger Schreiben mit offiziellem Anstrich mit der Mitteilung, dass die Dante-CDO ihren Wert ganz oder überwiegend eingebüßt haben. Solche Schreiben werden nicht selten auch über den Treuhänder BNY versandt, der dabei allerdings nur als Bote fungiert, weil er sich bewusst aus dem Streit zwischen den Parteien herauszuhalten versucht. Diese „Erledigungsschreiben“ sollten aber nicht ungeprüft für bare Münze genommen werden, denn sie sind nicht rechtlich verbindlich. Je nachdem, wie sich die Gerichtsverfahren entwickeln, sind im Übrigen durchaus auch Vergleichslösungen denkbar.

## Drohende Verjährung

Institutionelle Anleger sind überhaupt gut beraten, wenn sie den (Rest-)Wert der strukturierten Produkte in ihrem Portfolio und mögliche sonstige Ansprüche gegen die Emittenten im Auge behalten, unter anderem auch im Hinblick auf drohende Verjährung. Auf Anlegerirreführung gestützte Ansprüche verjähren in den USA und in Großbritannien in der Regel nach sechs Jahren, d. h. Ansprüche im Zusammenhang mit Produkten, die vor Juni 2004 erworben wurden, dürften bereits verfallen sein. Die meisten strukturierten, heute als „toxisch“ qualifizierten Anleihen wurden allerdings erst nach diesem Zeitpunkt aufgelegt, doch sollten sich Anleger ihrer Rechte auch im Hinblick auf diese Anleihen neueren Datums frühzeitig vergewissern, um sich Handlungsoptionen offenzuhalten.