

## SAirGroup Holding AG in Nachlassstundung

### - Markteinschätzung -

21.12.2001

#### Viele Fragen noch offen

##### **Höhe der Nachlassdividende und Ergebnisse rechtlicher Auseinandersetzungen als verbleibende „Value Driver“**

Nicht nur die rekordhohen Wertverluste bei Obligationen und Aktien machen den Fall SAirGroup zum grössten Firmendebakel der Schweiz. Trotz verschiedener Bemühungen konnte „nur“ noch eine 5nach12-Lösung realisiert werden. Damit übt der Fall SAirGroup eine gewisse Signalwirkung auf andere Unternehmen und die Risikosensibilität von deren Stakeholder aus. Aus diesem Grund verlangen nicht zuletzt ausländische Investoren, zumindest temporär, bei mehreren Schuldern höhere Risikoprämien. Erstaunlich, dass im Gegensatz dazu, Manager des AHV-Ausgleichsfonds, welche notabene mit riskanten SAirGroup-Papieren eine zweistellige Millionensumme des Versicherungsvermögens verloren haben, in einem Interview erklären, nicht daran zu denken, ihre Strategie (Risiken sind immer ein wesentlicher Punkt von Strategien → siehe SAirGroup) zu überdenken. Mit der Bewilligung der definitiven Nachlassstundung, u.a. für die SAirGroup Holding AG, hat sich, zumindest was das weitere Verfahren anbelangt, eine gewisse Klärung ergeben.

Einer der grössten Fehler der SAirGroup war, dass die Geschäftsleitung und der Verwaltungsrat nicht rechtzeitig das Aktienkapital erhöht haben. Eine Kapitalerhöhung hätte spätestens in diesem Frühjahr oder Sommer initiiert werden müssen! Wann die Überschuldung genau eingetroffen ist, bleibt vorerst noch unbeantwortet. Die Antwort darauf ist für die Gläubiger sehr wichtig. Diverse Beratungs- und Rechnungsprüfungsfirmen machten im Fall SAirGroup ebenfalls eine unglückliche Figur. Bereits sind diesbezügliche Klagen in Aussicht gestellt oder bereits eingereicht worden. Doch vor allem; das Bundesamt für Zivilluftfahrt (BAZL) hätte gemäss Luftfahrtverordnung (LFV) der Airline die Betriebsbewilligung schon lange entziehen müssen. Anhand der sehr tiefen Nachlassdividende lässt sich leicht erahnen, dass die Erfordernisse für eine Betriebsbewilligung schon lange nicht mehr erfüllt sein konnten. Wir warten gespannt auf Aussagen des BAZL, wie die SAirGroup ihr glaubhaft machen konnte, dass diese die Erfordernisse erfüllen könne! Dass das Management sich noch im Jahr 2001, scheinbar, zur „vorzeitigen“ Rückzahlung von Krediten entschied, wirft ebenfalls Fragen auf. War dies vielleicht sogar der „Key Default-Trigger“? Wir hoffen, dass auch hier die Untersuchungen von Sachwalter Karl Wüthrich Klarheit schaffen werden. Hätte das Management auf die Rückzahlung von Krediten verzichtet oder verzichten können (Druck Banken? → Gläubigerbevorzugung?), hätte sich die erwartete Nachlassdividende für die 3. Klasse-Gläubiger jedenfalls erhöht! Die Investoren dürften zudem daran interessiert sein zu wissen, zu welchen Konditionen das Markenrecht und andere Immaterialgüter an die Crossair übertragen werden sollen. Das Bundling unterschiedlicher Vermögenswerte erschwert eine Analyse merklich. Im weiteren Verlauf der Nachlassstundung werden vor allem die Anwälte gefordert sein. Hoffen wir, dass obschon zahlreiche Parteien im Fall SAirGroup involviert sind, es zu keinen Insiderfällen kommen wird.

#### Obligationen: 6.50 % (20.12.2001/16:50)

##### **Faire Bewertung**

Die Marktteilnehmer scheinen, die Situation der SAirGroup nach der Hiobsbotschaft (Nachlassstundung) erstaunlich effizient eingestuft zu haben. Der Schlusskurs der grossvolumigen Wandelanleihe lag am ersten Tag nach Bekanntgabe des Antrages auf Nachlassstundung bei 5.70 %, also nur unwesentlich tiefer als der in diesen Tagen gehandelte Kurs. Die bei einer grossen Prognoseunschärfe in Aussicht gestellte Nachlassdividende beläuft sich auf Stufe Holding auf 12.53 % (Variante Nachlassstundung). Geht man davon aus (reine Annahme), dass der Liquidationserlös aus einer einzigen Zahlung bestünde und diese in sechs Jahren in einer einzigen Zahlung ausbezahlt würde, weisen die Obligationen eine jährliche „Rendite“ von 11,5 % auf, was als fair bezeichnet werden kann. Die Variante Nachlassstundung rechnet mit Aktiven von CHF 1'638.285 Mio. und ungesicherten Forderungen von CHF 12'412.123 Mio. Die pfandgesicherten, privilegierten Forderungen sowie Liquidationskosten belaufen sich auf CHF 78.338 Mio. Der weitere Kursverlauf der Obligationen hängt also in erster Linie von der Veränderung der Höhe der Aktiven ab! Da der Sachwalter aber auch bei der schlechteren Variante (Konkurs) etwa 5.56 % in Aussicht stellt, ist das Downside-Risiko der Obligationen aus heutiger Sicht eher klein. Ohne extreme Veränderungen bei den Aktiven oder ohne neue, überraschende Forderungen, werden die Obligationenkurse kontinuierlich in Richtung der zu erwartenden Nachlassdividende steigen.

#### Aktien: CHF 2.06 (20.12.2001/16:50)

##### **Intrinsischer Wert: Null**

##### **Geschätzter Sammlerwert: CHF 25.--/Zertifikat**

Der intrinsische Aktienwert ist null. Auch falls zivil- und/oder strafrechtliche Klagen erfolgreich sein sollten, dürften die Aktionäre nichts mehr davon haben - zu hoch sind die ungesicherten Forderungen. Allerdings ist, bis zum definitiven Abschluss des Nachlassverfahrens, die Aktie praktisch als Option zu betrachten. Bis zur Dekotierung wird sie deshalb immer einen Wert über null aufweisen (Zeitwert). Eine Dekotierung zum heutigen Zeitpunkt wäre u.a. aus markttechnischen Gründen (ausstehende Optionsgeschäfte) wenig sinnvoll.

Schon jetzt können die SAirGroup Aktien aber, da de facto „Nonvaleurs“ als „Historische Wertpapiere“ betrachtet werden. Wer also Aktien in physischer Form besitzt, sollte diese - entgegen entsprechenden Äusserungen von verschiedener Seite - nicht unbedingt zum Tapezieren von Wänden verwenden. Denn auf dem Sammelgebiet der Scripphilie werden auch die SAirGroup-Papiere ihre Liebhaber finden. Insbesondere deshalb, weil gemäss Aussagen der für das Aktienregister zuständigen Fachperson - aufgrund eines Entscheides des Sachwalters - keine Zertifikate mehr gedruckt werden dürfen. Auch wenn das Sujet (Logo) wenig spektakulär ist, geht Visual Finance von einem geschätzten Sammlerwert von etwa CHF 25.-- je Zertifikat aus. Auf den Börsenkurs hat dies jedoch keinen Einfluss!

#### Disclaimer

All information contained herein is obtained by Visual Finance from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided „as is“ without warranty of any kind and Visual Finance, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall Visual Finance have any liability to any person or entity for (1.) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of Visual Finance or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (2.) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if Visual Finance is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. No warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such rating or other opinion or information is given or made by Visual Finance in any form or manner whatsoever. Each rating or other opinion must be weighed solely, as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.