

Swisslog Holding AG

23. Februar 2004

Erstaunlicher Bilanzsanierungs-Vorschlag

Interessen der Obligationäre berücksichtigt

Der in arge Finanzschwierigkeiten geratene Logistikkonzern Swisslog wird am 26. Februar 2004 seinen Investoren ein Sanierungspaket zur Abstimmung bringen, von deren Ausgang das Fortbestehen der Gruppe abhängt. Die Aktionäre werden an einer ausserordentlichen Generalversammlung, die Obligationäre an einer Obligationärsversammlung über die vorgeschlagene Sanierung abstimmen (Details unter www.swisslog.com abrufbar). Die Zeit drängt - Nachverhandlungen sind praktisch ausgeschlossen. In einer per 30. November 2003 erstellten Zwischenbilanz weist die Swisslog Holding AG einen Verlust von CHF 242.2 Mio. und eine Überschuldung im Sinne von Art. 725 OR in der Höhe von CHF 146.0 Mio. aus. Das Ausmass ist enorm angesichts der in früheren Jahren ausgewiesenen Zahlen zu Umsatz oder Bilanzsumme. Die Ausgangslage vor der Sanierung ist für die Obligationäre sehr ungemütlich. Die Wandelanleihe ist bei der Swisslog Holding AG angesiedelt, währenddem die Banken einen Konsortialkredit bei der Tochter, Swisslog Management AG, ausstehend haben (zusätzlich garantiert von der Swisslog Holding AG). Dadurch sind die Besitzer der Wandelanleihe strukturell schlechter gestellt als die Banken. Im Falle eines Konkurses erwarten die Rechtsanwälte der Swisslog-Gruppe, das Advokaturbüro Baker & McKenzie, eine Auszahlung in der Höhe von ca. 15 - 20% (einschliesslich einer Pfandrechwertverwertung). Stimmen die Obligationäre dem geforderten Sanierungsbeitrag zu (Laufzeitverlängerung, tieferer Zins, Wegfall Pfandrecht) verbessert sich die Aussicht für eine termingerechte und vollständige Rückzahlung des Nominalwertes per Ende 2009 gemäss Aussagen der Verantwortlichen deutlich.

Mit Informationsveranstaltungen in verschiedenen Schweizer Städten wurden die Obligationäre auf die Abstimmung an der Obligationärsversammlung vorbereitet – ein positives Novum für die Schweiz. Swisslog war in der Vergangenheit mit einer schwachen Creditor Relations Leistung aufgefallen.



Sanierer-Gespann rückt vor

Interessant ist, dass die gleichen Unternehmungen mitmischen, die bereits in der Restrukturierung der Von Roll Gruppe involviert waren:

- Dr. Urs Schenker (Baker & McKenzie)
- Dr. Michael Werder (Werder Rechtsanwälte)
- Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (LODH)

Designierter Verwaltungsratspräsident der Swisslog Holding AG ist der als Sanierer bekannte Hans Ziegler (CEO der sich in Auflösung befindenden Erb-Gruppe). Da die erwähnten Persönlichkeiten bereits in vielen anderen Restrukturierungen mitwirk(t)en, scheint es, als hätten sich in den letzten Jahren gewisse feste Strukturen für derartige Restrukturierungen gebildet. Eine neue Rolle spielt im Fall Swisslog die Privatbank LODH. Sie tritt als Intermediär auf, indem sie den Banken Kredite mit einem Abschlag abkauft. Für den späteren Forderungsverzicht erhält LODH das Recht, Swisslog-Namenaktien zu kaufen. Diese wird sie dann neuen Investoren weiter verkaufen, deren Namen und Absichten noch nicht öffentlich bekannt gegeben wurden. Der Deal mit den neuen Investoren ist der tragende Pfeiler der ganzen Sanierung. Bei der Restrukturierung der Von Roll Gruppe im Jahre 2003 trat LODH noch als „Kapitalmarktberater“ auf. Wir stellen fest, dass die meisten in der Angelegenheit Von Roll zugezogenen Berater im Fall Swisslog eine noch wichtigere Rolle spielen werden und noch näher an die operative Geschäftstätigkeit vorrücken. Dr. Michael Werder soll beispielsweise in den Verwaltungsrat gewählt werden, um die Obligationärsinteressen besser einbringen und „verwalten“ zu können. Die Reputation der Sanierer würde im Fall eines späteren Scheiterns der Swisslog-Restrukturierung beachtlichen Schaden nehmen.

Zustimmung der Obligationäre wahrscheinlich

Trotz desolater Lage der Swisslog Holding AG ist der Kurs der Wandelanleihe - im Gegensatz zu dem der Aktie - in den letzten Monaten stark gestiegen. Aufgrund der öffentlich zugänglichen Informationen überrascht die Kursentwicklung der Swisslog-Wandelanleihe!

Wir erwarten eine Annahme des Sanierungspaketes durch die Obligationäre. Aufgrund der uns heute vorliegenden Informationen und unter Berücksichtigung der impliziten Verfallrendite (mit den neuen Anleihenbedingungen berechnet) sind die Obligationen unserer Meinung nach bei einem Kurs von 78% (23.02.2004/12.00h) zurzeit teuer bewertet. Die operativen Herausforderungen für das Management sind gross - die Anlagerisiken für die Investoren bleiben auch nach der vorgeschlagenen Bilanzsanierung vorerst überdurchschnittlich hoch.

Gion Reto Capaul, dipl. Finanz- und Anlageexperte