

Interessenkonflikte im Fall "Biber" und ihre Implikationen für den Schweizer Kapitalmarkt

Die finanziell schwer angeschlagene Biber-Gruppe unterbreitet im April 1994 ihren Kapitalgebern im Hinblick auf das baldige Auslaufen eines mit den Hauptgläubigern abgeschlossenen Stillhalteabkommens ein umfassendes Sanierungskonzept. Dieses sieht unter anderem eine weitreichende Umgestaltung der Kapitalstruktur durch teilweise Umwandlung von Fremdkapital in Aktienkapital vor, wodurch sich einerseits eine signifikante Verringerung der Zinsbelastung und andererseits eine Reduktion bzw. Erstreckung der festen Rückzahlungsverpflichtungen erzielen lässt. Vor dem Hintergrund einer deutlichen Nachfrage-Belebung im Papiermarkt dürfte das Sanierungskonzept wohl geeignet sein, den Fortbestand der Biber-Gruppe zu sichern, und unter dem Gesichtspunkt der Werterhaltung der Fremdkapital-Ansprüche wahrscheinlich die bessere Lösung darstellen als ein gerichtliches Nachlassverfahren. Das Konzept wirft jedoch einige grundsätzliche Fragen auf, die im vorliegenden Artikel diskutiert werden sollen.

Dazu werden zunächst die Ursachen der finanziellen Schwierigkeiten der Biber-Gruppe beschrieben (Teil 1) und die wesentlichen Elemente des Sanierungskonzeptes dargestellt (Teil 2). Daran schliesst eine Darstellung der Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und den Gläubigern der Biber-

Gruppe an (Teil 3). Diese entstehen dadurch, dass erstere weiterhin an der Unternehmung beteiligt bleiben, obgleich der Wert ihres Eigenkapitals an sich völlig aufgezehrt ist. Die Gläubiger haben mit der zu ihren Lasten gehenden Restbeteiligung die Zustimmung der Alt-Aktionäre zur Realisierung einer aussergerichtlichen Sanierungsvereinbarung abzugelten, die ansonsten nicht zustande kommen würde. Der vierte Teil des Artikels behandelt einige Interessenkonflikte, die sich zwischen den verschiedenen Klassen von Gläubigern der Biber-Gruppe ergeben. Da eine aussergerichtliche Sanierungsvereinbarung auf einer freiwilligen, nicht universell durchsetzbaren Vereinbarung der Kapitalgeber beruht, ergibt sich das Problem, dass sich einige Gläubiger nicht daran beteiligen wollen und als "Trittbrettfahrer" von den Sanierungsbeiträgen der anderen zu profitieren versuchen. Interessenkonflikte entstehen auch, indem dem Sanierungskonzept nicht die Marktwerte, sondern die Nominalwerte der Forderungen zugrundegelegt werden, sowie dadurch, dass die Hauptgläubiger über einen Informationsvorsprung gegenüber den übrigen Gläubigern verfügen. Schliesslich ist auch die Doppelrolle einer Universalbank problematisch, die einerseits Kreditgeber, andererseits Emissionshaus der Biber-Gruppe ist. Der Fall Biber weist auch auf einige grundsätzliche Defizite des schweizerischen Kapitalmarktes hin, die dazu beitragen, dass die Informationen über den Unternehmenswert in vielen Fällen stark asymmetrisch zwischen den Unter-

* Der Autor dankt den Herren Claudio Loderer, Rodolfo Straub und Heinz Zimmermann für ihre wertvollen Kommentare zum vorliegenden Artikel.

nehmungen und dem Kapitalmarkt verteilt sind. Diese Defizite - aussagearme Emissionsprospekte und kaum unabhängige Bonitätsbeurteilungen, fehlende Verbindlichkeit von Schutzklauseln und keine Meldepflicht bei Wertpapier-Transaktionen von Firmeninsidern - werden im Rahmen des fünften Artikelteils diskutiert. Der Artikel schliesst mit einigen Überlegungen zu möglichen Implikationen des Falles Biber für den Schweizer Kapitalmarkt sowie für die Konzeption von aussergerichtlichen Sanierungsvereinbarungen.

1. Vorgeschichte der Biber-Sanierung

Gegen Ende der 80er Jahre setzt die in der Produktion, Verarbeitung und Distribution von Papier tätige Biber-Gruppe zu einem unternehmensstrategisch bedeutenden Ausbau ihrer Aktivitäten an. Einerseits sollen im Rahmen des Projekts "Biber Nova" mit einem Investitionsaufwand von rund 550 Mio. Fr. die Produktionskapazitäten der Papierfabrik Biberist von 170'000 auf 290'000 Tonnen erhöht werden, um Marktanteil und Konkurrenzfähigkeit zu erhöhen und über tiefere Herstellkosten auch die Rentabilität signifikant zu verbessern. Andererseits sollen die starken, durch hohe Fixkosten bedingten Gewinnschwankungen in der Papierproduktion durch den Ausbau des weniger konjunktursensitiven Unternehmensbereichs Papierverarbeitung abgefedert werden, wozu unter anderem der britische Schreibwaren-Hersteller John Dickinson Stationery übernommen wird. Da die aufwendige Realisation der Vorwärtsstrategie mit einem ausserordentlich starken Preis- und Absatzrückgang im Papiermarkt, steigenden Zinssätzen, Ertragsproblemen bei John Dickinson, technischen Schwierigkeiten bei der Inbetriebnahme der "Nova"-Papiermaschine sowie weiteren Belastungen zusammenfällt, gerät die Biber-Gruppe ab 1992 in eine existenzbedrohende Liquiditätskrise. Da ihr die Hauptgläubiger bis zum 30. Juni 1994 die Aufrechterhaltung der Liquidität garantieren, kann ein Konkurs vorerst abgewendet werden. Die Ver-

Tabelle 1: Die Entwicklung der Biber-Gruppe in den Jahren 1991-1993

Biber-Gruppe	1991	1992	1993
Nettoumsatz	843,1	799.9	763.4
Betriebserfolg	-48.7	-92.7	-108.4
Netto-Finanzerfolg	-9.7	-54.4	-57.6
Ausserord. Erfolg	-23.7	-79.6	-119.0
Jahresverlust	-86.2	-205.3	-281.7
Cash-loss	-10.0	-77.4	-105.3
Netto-Betriebskapital	293.3	171.3	47.8
Finanzschulden	911.6	1'000.4	1'061.0
<i>in % der Passiven</i>	41.2	49.6	59.1
<i>kurzfristig fällig</i>	43.3	173.2	227.3
Eigenkapital	1'004.2	45.4	765.6
<i>in % der Passiven</i>	37.9	484.5	27.0
Investitionen in Sachanlagen	331.0	124.7	97.1

Monetäre Werte in Mio. Fr. Rechnungslegung nach International Accounting Standards.

Quellen: Geschäftsberichte der Biber Holding AG; eigene Berechnungen.

schlechterung der Liquidität und Rentabilität ist aus Tabelle 1 leicht ersichtlich.

2. Bestandteile des Sanierungskonzeptes

Um den weiteren Fortbestand der Biber-Gruppe zu sichern, wird von der Unternehmensleitung im April 1994 ein in Zusammenarbeit mit den Hauptgläubigern ausgearbeitetes Sanierungskonzept vorgestellt, das im wesentlichen folgende Massnahmen vorsieht:[1]

- Herabsetzung des Aktienkapitals der Biber Holding AG um 80% auf 16.4 Mio. Fr.,
- Umwandlung von 230.8 Mio. Fr. Fremdkapital der Papierfabrik Biberist (= 60% des Totals) in 92.3 Mio. Fr. Aktienkapital der Biber Holding AG
- Umwandlung von 138.6 Mio. Fr. Fremdkapital der Biber Holding AG (= 50%) in 55.4 Mio. Fr. Aktienkapital derselben,
- Umwandlung von 85 Mio. Fr. (= 50%) der Obligationenanleihen der Biber Holding AG

in mindestens 34, höchstens 68 Mio. Fr. Aktienkapital sowie in eine neue 4.5%-Wandelanleihe 1994-1999 derselben (Wahl der Obligationäre zwischen einer vollständigen Wandlung in Aktien zum 2.5fachen Nennwert und einem je hälftigen Umtausch in Aktien zu gleichen Bedingungen und in die Wandelanleihe).

Die Obligationäre erklären sich zwar bereit, insgesamt 97.1 Mio. Fr. ihrer Anleihen (statt der im Sanierungskonzept vorgesehenen 85 Mio. Fr.) umzuwandeln, zeichnen jedoch bis zum Ablauf einer ersten Nachfrist nur 22.8 Mio. Fr. neues Aktienkapital, da sie entweder gar keine Forderungen umwandeln wollen oder dann den hälftigen Umtausch in Aktien und die neue Wandelanleihe der vollständigen Wandlung in Aktien vorziehen.[2] Die Hauptbanken erklären sich daraufhin bereit, eine auch nach Ablauf einer zweiten Nachfrist verbleibende Differenz zu den an neuem Aktienkapital vorgesehenen 34 Mio. Fr. durch Wandlung eigener Forderungen aufzubringen. Nach vollzogener Sanierung beläuft sich das Aktienkapital der Biber Holding auf 198.1 Mio. Fr.

3. Interessenkonflikte zwischen den Eigentümern und den Gläubigern der Biber-Gruppe

Die grossen finanziellen Schwierigkeiten der Biber-Gruppe haben den Marktwert der Biber-Aktien über die letzten Jahre um mehr als 300 Mio. Fr. auf weniger als 30 Mio. Fr. zusammenschrumpfen lassen. Dass den Aktien überhaupt noch ein Wert beigemessen wird, ist allein der Erwartung zuzuschreiben, dass sich ein Konkurs oder Nachlassverfahren abwenden lässt, und die Unternehmung in Zukunft wieder Gewinne erzielen wird. Würden die Gläubiger aufgrund einer Verletzung der Forderungsvereinbarungen zur Sicherstellung ihrer Ansprüche gegenüber der Biber-Gruppe schreiten, wäre dagegen das Eigenkapital vollständig verloren. Denn wie ihre Revisionsstelle feststellt, könnte bei Durchführung eines Nachlassverfahrens nur eine Nachlassdividende von rund 20% für Forderungen ge-

genüber der Papierfabrik Biberist und von wenig mehr im Falle der Biber Holding erwartet werden. Wo aber selbst die prioritären Ansprüche der Fremdkapital-Geber teilweise unbefriedigt bleiben müssen, kann definitionsgemäss erst recht nichts mehr für den Residualanspruch der Aktionäre übrigbleiben.

3.1 Verletzung der Anspruchs-Reihenfolge

Die Gläubiger der Biber-Gruppe haben bis anhin darauf verzichtet, Massnahmen zur Sicherstellung ihrer Ansprüche zu ergreifen und auf diesem Wege den Aktionären die Entscheidungs- und Verfügungsgewalt über die Unternehmung zu entziehen. Dazu kommt es nun im Rahmen der Sanierung, indem die Gläubiger durch teilweise Umwandlung ihrer Fremdkapital-Ansprüche in Aktien rund 92% des Aktienkapitals der Biber Holding übernehmen. Auf den ersten Blick mag es erstaunen, dass die Gläubiger das Aktienkapital nicht vollständig übernehmen, und den bisherigen Aktionären nach der Sanierung an der Biber-Gruppe immer noch rund 8% des (inzwischen aufgestockten) Aktienkapitals verbleiben, obgleich der Wert von deren Ansprüchen faktisch gleich Null ist. Für die Gläubiger folgt daraus, dass sie im Umfang der weiteren Beteiligung der Alt-Aktionäre auf einen Teil des Eigenkapitals der Biber-Gruppe verzichten. Ein solcher Verzicht, der einem Vermögenstransfer von den Gläubigern zu den Alt-Aktionären gleichkommt, lässt sich nur mit sachlich ungerechtfertigten Vorstellungen von "Opfersymmetrien" erklären oder dann damit begründen, dass die Gestaltung und Verwirklichung eines Sanierungskonzepts aufgrund aussergerichtlicher, freiwilliger Vereinbarungen der Kapitalgeber wertvolle Vorteile bietet gegenüber einem gerichtlichen Nachlassverfahren.[3] Tatsächlich wird durch ein gerichtliches Nachlassverfahren die Gestaltungsfreiheit der Gläubiger bei der Sanierungskonzeption eingeschränkt, Managementkapazitäten, die im operativen Geschäft dringend benötigt würden, werden durch das Verfahren gebunden, und vor allem dauert das Verfahren längere Zeit.

Darüber hinaus erhöhen sich während der Dauer des Nachlassverfahrens möglicherweise die Transaktionskosten der Unternehmung, indem beispielsweise Lieferanten auf Vorauszahlung bestehen, und es entstehen Opportunitätskosten, wenn potentielle Kunden von Käufen absehen, da die Erfüllung der Lieferverpflichtungen von ihnen bezweifelt wird. Wertvolle Managementkapazitäten werden dem operativen Geschäft zwar auch bei der Ausarbeitung und Umsetzung einer aussergerichtlichen Sanierungslösung entzogen, und Umsatzauffälle sowie erhöhte Transaktionskosten können bereits bei den ersten Anzeichen finanzieller Probleme eintreten. Die Kosten für die Unternehmung und die Gläubiger liegen jedoch im Falle eines gerichtlichen Nachlassverfahrens ohne Zweifel deutlich höher. Die mit einer aussergerichtlichen Sanierungsvereinbarung verbundenen Kosteneinsparungen sind in diesem Sinne mit dem "Preis" einer weiteren Beteiligung der Aktionäre abzugelten, die dafür mit ihrer Zustimmung zur Herabsetzung des Aktienkapitals und anschliessenden "Verwässerung" ihres Kapital-Anteils Hand zur Umsetzung des Sanierungskonzeptes bieten.

3.2 Die Bestimmung des "Preises" der Aktionärsszustimmung

Der "Preis" für eine beschleunigte Umsetzung eines Sanierungskonzeptes unter Einbezug der Aktionäre sollte von rationalen, vermögenswertmaximierenden Gläubigern höchstens gleich den ihnen daraus entstehenden marginalen Vermögensvorteilen festgesetzt werden. Die Höhe der Abgeltung wird über den Umfang sowie die Konditionen der Forderungsumwandlungen gestaltet; das Ausmass eines vorgängig durchgeführten Kapitalschnitts auf dem Aktienkapital hat dagegen keinen Einfluss darauf [4]. Die Alt-Aktionäre erhalten unabhängig davon, in welchem Umfang Forderungen gewandelt werden, genau den Marktwert der bereits ausstehenden Aktien als Abgeltung, wenn dieser auch die Grundlage für die Festlegung der Umtauschkonditionen bildet, und die Forderungen der Gläubiger ebenfalls

zu Marktpreisen bewertet werden. Sie büssen dagegen einen Teil davon ein, falls der Umtausch der Forderungen auf der Basis von deren Nominalwerten erfolgt, oder ein unter dem Marktwert liegender Aktienwert verwendet wird. Die Einbusse fällt dabei umso grösser aus, je mehr Forderungen gewandelt werden. Gelingt die Sanierung, und der Wert der Unternehmung steigt mit der Zeit wieder an, so erhöht sich damit auch der Wert der von den Gläubigern an die Alt-Aktionäre geleisteten Abgeltung für die Beteiligung an der Sanierung - dies trifft selbstverständlich auch für den Wert der Aktien und Fremdkapital-Ansprüche der Gläubiger zu.

Die im Fall Biber an die Alt-Aktionäre zu leistende Abgeltung für deren Kooperation ist schwierig zu beziffern. Einerseits basieren die Konditionen der Umwandlung auf dem Nominalwert der Forderungen, was für die Aktionäre unmittelbar eine Werteinbusse bedeutet. Andererseits notieren die Aktien nach der Ankündigung des Sanierungskonzeptes unter dem 2.5fachen ihres Nennwertes (nach vollzogenem Kapitalschnitt), d.h. unter dem für den Umtausch angenommenen Wert, was einen Vermögenstransfer von den an der Umwandlung teilnehmenden Gläubigern zu den Alt-Aktionären impliziert. Unter der Annahme, dass den Aktionären per Saldo in etwa der Marktwert ihrer Aktien zum Stand nach der Sanierungs-Ankündigung verbleibt, verzichten die Gläubiger unmittelbar auf etwa 30 Mio. Fr. an Eigenkapital, was bezogen auf den Nominalwert des von der Sanierung betroffenen Fremdkapitals der Biber-Gruppe von rund 830 Mio. Fr. gegen 4% ausmacht. Ob dieser Verzicht der Gläubiger angemessen ist oder nicht, ist schwierig zu beurteilen. Immerhin ist festzustellen, dass es die Fremdkapital-Geber in der Hand gehabt hätten, eine Sanierung durch den Verzicht auf die Gewährung eines Stillhalteabkommens bereits viel früher einzuleiten und weiteren Wertverzehr zu ihren eigenen Lasten abzuwenden. Zum Vergleich: im Falle der 1981 erfolgten SSIH-Sanierung wurde den Alt-Aktionären noch ein Anteil von 3.45% des Aktienkapitals belassen, was zu damaligen Marktpreisen einem Vermögenstransfer von den involvierten Gläubigern zu den Aktionären von rund 6 Mio. Fr. gleichkam.[5]

Ende des Geschäftsjahres 1980 hatte SSIH Forderungen von insgesamt 637 Mio. Fr. ausstehend, wovon allerdings nur ein Teil in die Sanierung (mit Forderungsverzicht im Betrag von 100 Mio. Fr.) miteinbezogen wurde. Im Fall SSIH war eine rasche Sanierung von zweifellos grösserer Bedeutung als im Fall Biber: der Wert von Uhren hängt, insbesondere im Luxusbereich, sehr stark vom "Image" des Produzenten und von der Gewährleistung von Garantieansprüchen ab, während Papierwaren in der Regel wenig differenzierte Massenprodukte sind.

3.3 Warum nicht Optionen für die Alt-Aktionäre?

Die Zustimmung der bisherigen Aktionäre zu einer freiwilligen, aussergerichtlichen Sanierung lässt sich grundsätzlich nicht nur durch eine Restbeteiligung am Aktienkapital abgelden, sondern auch durch die Abgabe von Optionen. Während diese Möglichkeit in der Schweiz - trotz der grossen Verbreitung von Optionen - bisher noch nicht ausgeschöpft worden ist, werden in den USA im Rahmen von Sanierungen häufig "Warrants" an die Aktionäre abgegeben.^[6] Wird das Aktienkapital vollständig abgeschrieben, und erhalten die Alt-Aktionäre nur Optionen auf neue Aktien, wobei der Ausübungspreis der Optionen über dem Marktwert der Aktien angesetzt ist, so profitieren diese zu einem späteren Zeitpunkt und unmittelbar in geringerem Ausmass von einer allfälligen Wertsteigerung der sanierten Unternehmung, als wenn sie ihre Aktien (mit vergleichbarem prozentualem Anspruch auf das Aktienkapital) hätten behalten können. Denkbar sind selbstverständlich auch Kombinationen aus Aktien und Optionen. Der Ausübungspreis der Optionen kann beliebig hoch angesetzt werden, beispielsweise so, dass diese erst dann "im Geld" sind, wenn der Unternehmenswert ein Niveau erreicht hat, das eine volle Befriedigung der ursprünglichen Gläubiger-Ansprüche ermöglicht. Die Abgabe von Optionen ist für die Gläubiger nicht kostenlos, geben sie doch damit einen Anspruch auf einen möglicherweise in der Zukunft realisierten Teil des Unternehmens-

wertes auf, und die Kosten für die Zustimmung der Alt-Aktionäre zum Sanierungsplan werden sich damit kaum reduzieren lassen. Denn es ist anzunehmen, dass die Alt-Aktionäre bei gegebenem "Preis" ihrer Zustimmung den relativ zu den Aktien geringeren Wert der Optionen durch eine grössere Anzahl kompensiert sehen wollen. Der Vorteil von Optionen besteht für die Gläubiger vielmehr darin, dass ihnen damit ein Instrument zur Verfügung steht, mit dem sich die Ansprüche an den Unternehmenswert vielfältig gestalten resp. restrukturieren lassen. Von Bedeutung ist insbesondere die Möglichkeit, die Realisation der Ansprüche der Optionen bzw. Alt-Aktionäre am Unternehmenswert zeitlich hinauszuschieben, um so einen Wertzuwachs der Unternehmung zunächst vor allem sich selbst zukommen zu lassen. Denn es ist anzunehmen, dass den Gläubigern viel daran gelegen ist, ihre Forderungen möglichst rasch wieder einbringen zu können.

4. Interessenkonflikte zwischen den verschiedenen Klassen von Gläubigern der Biber-Gruppe

4.1 Das Problem der "Trittbrettfahrer"

Ein Sanierungskonzept, das nicht zwangsweise durchgesetzt werden kann, von dem jedoch alle Gläubiger profitieren, ob sie sich nun daran beteiligen wollen oder nicht, ist stets auf das Problem des "Trittbrettfahrens" anfällig. Die Versuchung, sich der Leistung eines Sanierungsbeitrages zu entziehen, ist dort besonders gross, wo die Forderungsbeiträge sehr ungleich zwischen den Gläubigern verteilt sind, die eigene Forderung relativ klein ist und ein gerichtliches Nachlassverfahren als Alternative unattraktiv ist. Die Hauptgläubiger können in einer solchen Situation ihre Zustimmung zum Sanierungskonzept wohl von der Beteiligung aller anderen Gläubiger abhängig machen. Jene sind sich jedoch üblicherweise vollauf bewusst, dass die Hauptgläubiger selbst das grösste Interesse an der Realisierung ihres eigenen Sanierungskonzeptes haben und dieses solange nicht scheitern lassen

wollen, wie die Vorteile daraus die von ihnen zu tragenden Kosten des "Trittbrettfahrens" anderer Gläubiger noch übersteigen. Die ohnehin schwierige Position der Hauptgläubiger in der Auseinandersetzung mit "Trittbrettfahrern" wird bei der Sanierung grösserer Unternehmungen häufig durch öffentliche Appelle, ihre "besondere volkswirtschaftliche Verantwortung" wahrzunehmen und im Interesse der betroffenen Arbeitnehmer und Lieferanten rasch und uneigennützig zu einer Sanierung Hand zu bieten, zusätzlich erschwert. Es ist denn auch nicht verwunderlich, dass sich im Fall Biber schliesslich zahlreiche Obligationäre nicht an der Sanierung bzw. an der Forderungsumwandlung beteiligen wollen, wie bereits im zweiten Teil des Artikels erwähnt wurde, und die Sanierung trotzdem nicht scheitert. Die Hauptgläubiger müssen entsprechend nolens volens ihre ursprüngliche Bedingung wieder fallen lassen, wonach das Sanierungskonzept von ihnen nur dann mitgetragen werde, falls die Obligationäre ihre Anleihen zu mindestens 50% in Aktien umwandeln, wollen sie nicht das ganze Sanierungskonzept blockieren, was nicht in ihrem eigenen Interesse wäre und in der Öffentlichkeit zweifellos kritisiert würde. Im bereits erwähnten Fall SSIH haben die Hauptgläubiger von sich aus auf einen Einbezug der Inhaber von zwei Anleihen über je 25 Mio. Fr. in die Sanierung verzichtet, "weil man dem Unternehmen die Möglichkeit offenlassen musste, unter günstigeren Voraussetzungen wieder einmal an den Kapitalmarkt gelangen zu können." [7] Das den Obligationären freiwillig offerierte "Trittbrettfahren" führte dann allerdings dazu, dass verschiedene Auslandsbanken, die kleinere Guthaben gegenüber der SSIH ausstehend hatten, sich ebenfalls von einem Sanierungsbeitrag dispensiert wissen wollten und letztlich nur mit viel Mühe zum Mitmachen bewegt werden konnten. Dass sich die Hauptgläubiger im Fall Biber überhaupt darum bemühen, auch die Obligationäre in die Sanierung miteinzubeziehen, wird von ihnen mit dem relativ hohen Anteil der Anleiheenschulden am Fremdkapital der Biber-Gruppe (rund 20% der in die Sanierung einbezogenen Forderungen) begründet.

4.2 Gleichbehandlung ungleicher Ansprüche

Weitere Interessenkonflikte zwischen den verschiedenen Gläubigern können sich bei der Bewertung der einzelnen Ansprüche an den Unternehmenswert ergeben, die schliesslich als Grundlage für die Verteilung der Sanierungslasten dient. Zwar geht der Nominalwert der Forderungen eindeutig aus den Büchern der Gesellschaft hervor, doch stellt sich die Frage, ob dieser für eine korrekte Bewertung überhaupt geeignet ist. Denn der Nominalwert allein ist nur einer unter mehreren Faktoren, die den Marktwert von Forderungen bestimmen. Abgesehen von Rangvortritten oder -rücktritten sowie besonderen Sicherheiten (z.B. Grundpfänder), wovon hier nicht die Rede sein soll, determinieren auch die Höhe der Verzinsung sowie die bis zum Bewertungszeitpunkt aufgelaufenen Marchzinsen den Wert von Forderungsansprüchen. Ist die Fristenstruktur der Zinssätze nicht-horizantal, so wird der Wert der Forderungen auch durch ihre Laufzeit bestimmt, indem die zukünftigen Zahlungsströme mit verschiedenen Terminalsätzen abzudiskontieren sind. Sieht ein Sanierungskonzept den Umtausch von bestehenden Forderungen, die sich in diesen Determinanten voneinander unterscheiden, in neue Forderungen vor, so sind diese Unterschiede bei der Ermittlung der Umtauschverhältnisse korrekterweise mitzuberechnen. Im Fall Biber trägt das Umtauschangebot an die Obligationäre diesen Überlegungen in keiner Weise Rechnung und schlägt alle drei Anleihen zum Nominalwert über denselben Leisten. Wird der Marktwert der Anleihen auf den 7. April 1994 (den Beginn des Umtauschangebotes) inkl. Marchzinsen und unter Annahme einer leicht steigenden Fristenstruktur berechnet, so ergeben sich zwischen den verschiedenen Typen zum Teil wesentliche Differenzen. So liegt der Wert der 3.5%-Wandelanleihe 1989-1999 um wenigstens 10% unter jenem der 2.25%-Anleihe 1987-1997 und der 6.75%-Anleihe 1991-2001, die in etwa gleichviel wert sind. Somit erhalten die Inhaber der 3.5%-Wandelanleihe im Vergleich zu den Inhabern der beiden letztgenannten Anleihen mehr neue Aktien oder Wandelanleihe-Ansprüche, als ihnen

eigentlich aufgrund einer marktwertorientierten Betrachtungsweise zustehen würden. Dies kommt einem impliziten Vermögenstransfer zugunsten der Inhaber der 2.25%- und 6.75%-Anleihen gleich, deren Biber-Wertpapiere nach vollzogener Kapitalrestrukturierung ceteris paribus weniger wert sind als zuvor.

4.3 Asymmetrisch zwischen Hauptgläubigern und Obligationären verteilte Information

Während Gewissheit darüber besteht, dass es zwischen den Inhabern der drei Biber-Anleihen im Zuge der Sanierung zu Vermögensverschiebungen kommt, ist nicht bekannt, ob sich Ähnliches nicht auch im Zusammenhang mit den übrigen Forderungen ergibt, die nicht als börsenfähige Wertpapiere verbrieft sind. Denn weder die Gesellschaft selbst noch die massgeblich an der Ausarbeitung des Sanierungskonzeptes beteiligten Hauptgläubiger publizieren je eine umfassende, detaillierte Zusammenstellung sämtlicher finanziellen Verbindlichkeiten der Biber-Gruppe mitsamt den jeweiligen Konditionen. Da jedoch von den übrigen Forderungen anzunehmen ist, dass ihre Laufzeiten, Zinstermine und Zinssätze ebenfalls verschieden angelegt sind, kommt es wohl nicht nur zwischen den drei Klassen der Obligationäre, sondern auch zwischen diesen insgesamt und den übrigen Fremdkapitalgebern und schliesslich auch unter letzteren selbst zu Vermögensumverteilungen. Weitere Transfers können sich daraus ergeben, dass ein Teil der Forderungen auf die Papierfabrik Biberist und ein anderer auf die Biber Holding entfällt, d.h. auf zwei Unternehmungen mit unterschiedlichem Risiko, und allfällige Wertdifferenzen bei der Festlegung der Umwandlungs-Bedingungen nicht korrekt berücksichtigt werden. Zur Bewertung der beiden Schuldner liegen ebenfalls keine nähere Informationen vor; insbesondere zur finanziellen Verfassung der Papierfabrik Biberist ist im Detail kaum etwas bekannt.

Wo die Informationen über den finanziellen Status und die Zukunftsaussichten einer zu sanierenden

Unternehmung sowie über die Grundlagen und Bestandteile eines Sanierungskonzepts stark asymmetrisch zwischen den Hauptgläubigern und den übrigen Gläubigern verteilt sind, ist keine Übereinstimmung in der Beurteilung des Sanierungskonzepts unter den Kapitalgebern zu erwarten. Die Ungewissheit der relativ schlecht informierten Investoren darüber, ob ihre Interessen bei der finanziellen Restrukturierung ausreichend gewahrt bleiben bzw. ob ihre Ansprüche auch wirklich korrekt bewertet werden, und ob die vorgeschlagenen Sanierungsmassnahmen tatsächlich die finanziell vorteilhafteste Handlungsoption darstellen, sind ihrer Bereitschaft, das Konzept mitzutragen, zweifellos nicht zuträglich. Die (wie bereits erwähnt) relativ gering ausgefallene Bereitschaft der Obligationäre, sich durch Umwandlung ihrer Forderungen an der Sanierung der Biber-Gruppe zu beteiligen, dürfte nicht nur einem "Trittbrettfahrer"-Motiv entspringen, sondern auch ihren zu Vorsicht gemahnenden Informationsdefiziten zuzuschreiben sein.

4.4 Die Doppelrolle der Universalbanken

Die im Zusammenhang mit der Sanierung der Biber-Gruppe erhobene Kritik am Einbezug der Obligationäre zielt am eigentlichen Problem vorbei. Denn dass Anleihen grundsätzlich gleich behandelt werden wie andere ungesicherte und gleichrangige Forderungen von Banken oder Versicherungen, ist an sich nicht stossend. Problematisch ist vielmehr, dass die seinerzeit an der Emission der Biber-Anleihen beteiligten Banken entgegen den Gepflogenheiten im schweizerischen Kapitalmarkt den Einbezug der Anlehensforderungen in das Sanierungskonzept nicht abzuwenden suchen. Denn emittiert eine Schweizer Unternehmung unter Federführung einer Schweizer Grossbank Anleihen, so können die zeichnenden Investoren traditionellerweise stillschweigend davon ausgehen, dass das "Default"-Risiko ausgeschlossen sein wird. Indem der Emissionsführer dem Emittenten im Falle später eintretender finanzieller Schwierigkeiten eine umfassende Unterstützung gewährt, und nötigenfalls

auch seine eigenen Interessen hinter jenen der Anleiensobligationäre zurückstellt, d.h. ein "Trittbrettfahren" ohne weiteres zulässt, wo es um den Werterhalt von deren Forderungen geht, ist unter den Forderungen der Obligationäre quasi unsichtbar ein "Auffangnetz" gespannt. Beispiele sind die Sanierungen der Firmen SSIH, Alusuisse oder Oerlikon-Bührle, von denen die Obligationäre im Gegensatz zu den Banken direkt unberührt geblieben sind. Im Fall der in den 80er Jahren in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Beldona Holding AG, St. Gallen, geht der Emissionsführer sogar soweit, die ausstehende 5.5%-Anleihe 1984-1994 der Gesellschaft zum Nominalwert von insgesamt 12 Mio. Fr. zuzüglich aufgelaufener Zinsen im Jahr 1988 selber zurückzukaufen.[8] Die Bank beruft sich dabei auf eine "Default"-Klausel in den Anleiensbedingungen, welche es dem Emissionsführer erlaubt, die Anleihe als rückzahlbar zu erklären, "falls im Bereich der Gesellschaft Vorkehrungen getroffen werden, die ... geeignet sind, die Stellung der Obligationäre wesentlich zu beeinträchtigen ...". Indem die Beldona Holding die Liegenschaft einer bedeutenden Tochtergesellschaft an ihre Hausbank verkauft, um sie anschliessend von dieser wieder zu "leasen", hat sich die Zusammensetzung ihrer Vermögenswerte tatsächlich derart verändert, dass die Ansprüche der Obligationäre schlechter als zuvor mit werthaltiger Substanz abgedeckt sind. Eine Emissionsbank ist zwar in der Schweiz keineswegs verpflichtet, die Interessen der Anleiensgläubiger wie bei den erwähnten Beispielen zu schützen, sie tut dies aber aus eigenem Interesse. Denn nimmt sie ihre Verantwortung gegenüber den Obligationären nicht oder nur ungenügend wahr, so droht ihre Reputation im Kapitalmarkt Schaden zu nehmen. Wenn der Name eines Emissionsführers nicht mehr für den Ausschluss des Ausfallrisikos auf einer Anleihe bürgt, so verlangen potentielle Investoren eine Risikoprämie für die mangelnde Interessenwahrnehmung, was wiederum jene potentiellen Emittenten, die relativ risikoarme Ansprüche veräussern möchten, auf Emissionsführer mit besserer Reputation und entsprechend geringern Emissionskosten ausweichen lässt.

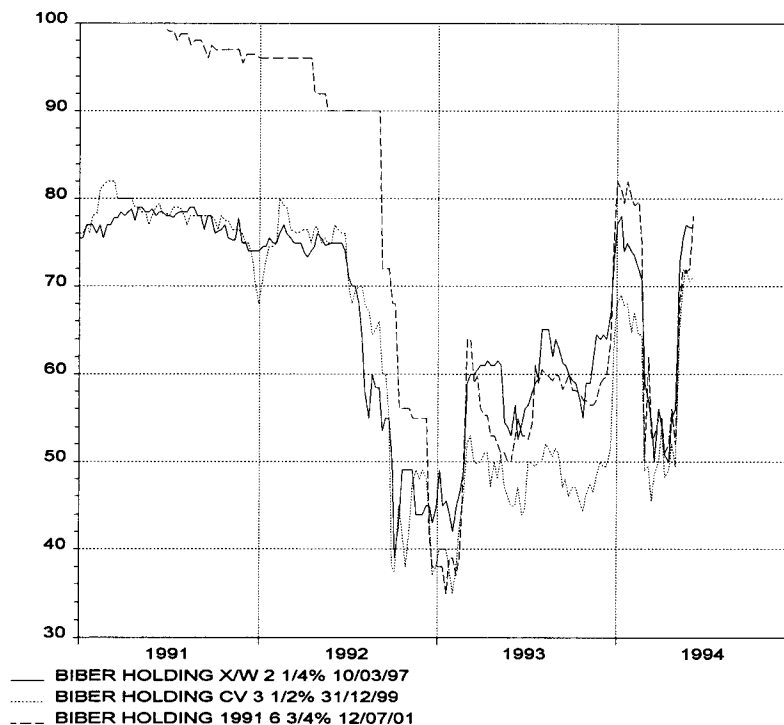
Der Einbezug der Obligationäre in das Sanierungskonzept von Biber, der einem Reissen des gewohnten "Auffangnetzes" der Banken gleichkommt, hängt zweifellos mit der nicht ganz unproblematischen Doppelrolle der beteiligten Universalbanken bzw. des Emissionsführers zusammen. Auf der einen Seite ist eine Universalbank als Kreditgeber an einer vollständigen und fristgerechten Verzinsung und Rückzahlung ihrer Geldforderungen interessiert, auf der anderen Seite soll sie auch die Interessen jener Investoren wahrnehmen, die Anleihen aus den von ihnen geführten Emissionen halten. Diese Interessendualität kann dann zu Interessenkonflikten führen, wenn die Unternehmung in eine Situation gerät, wo sowohl der Wert der Bankkredite wie auch jener der Anleiensschulden gefährdet ist, und die Universalbank gleichzeitig sowohl ihre eigenen Ansprüche absichern möchte wie auch die der Obligationäre schützen sollte. Wären im Fall Biber die Obligationäre von der Forderungsumwandlung ausgenommen, so würde sich der Marktwert ihrer Anleihen durch legitimes "Trittbrettfahren" zulasten der übrigen, an der Umwandlung teilnehmenden Gläubiger und damit auch der Banken erhöhen, da ihr Risiko als Folge der reduzierten festen und gleichberechtigten Ansprüche an den Unternehmenswert abnähme. Die Kosten dieser Vermögensumverteilung werden vom Emissionsführer der Biber-Gruppe in einer Interessenabwägung offensichtlich höher veranschlagt als die Kosten des Reputationsverlustes im Kapitalmarkt, der mit dem unerwarteten Entzug der impliziten Ausfallgarantie für die Obligationäre einhergeht.

Die Interessen der Anleiensgläubiger müssen im Fall Biber vor der Sanierung im Zusammenhang mit der "Default"-Klausel der 6.75%-Anleihe 1991-2001 der Biber-Holding AG über 50 Mio. Fr. bereits ein erstes Mal hinter die kommerziellen Interessen des Emissionsführers im Kreditgeschäft zurücktreten. Die Anleihe wird u.a. mit der Bedingung emittiert, dass der Emissionsführer das Recht, nicht aber die Pflicht hat, "namens der Obligationäre die Anleihe zu kündigen und alle Obligationen zum Nennwert, zuzüglich aufgelaufener Zinsen, fällig zu erklären, falls ... die Biber Holding AG oder eine

ihrer wichtigen Tochtergesellschaften ... Gläubigern einen formellen Antrag auf Abschluss eines Stillhalte- oder ähnlichen Abkommens mit ihren Gläubigern unterbreitet". Obgleich der Wert der Biber-Anleihen bereits in der zweiten Jahreshälfte 1992 auf die Hälfte des Nominalwertes oder weniger einbricht (siehe Abbildung 1), was ernsthafte Zweifel des Kapitalmarktes an der Solvenz der Biber-Gruppe signalisiert, und obwohl die Hauptgläubiger schon bald darauf ein Stillhalte-Abkommen mit Biber abschließen, wird die "Default"-Klausel vom Emissionsführer nicht angerufen. Käme es dazu, so würde der Marktwert der weiterhin bestehenden Gläubigerforderungen um die Differenz zwischen dem Marktwert der 6.75%-Anleihe und ihrem zurückbezahlten Nominalwert zurückgehen. Biber ist allerdings gar nicht in der Lage, die Anleihe aus eigener Kraft zurückzuzahlen, sondern müsste zu deren Ablösung einen neuen Kredit aufnehmen. Angesichts der kritischen finan-

ziellen Verfassung der Unternehmung kann der Emissionsführer kaum ein Interesse daran haben, das bereits bestehende, in seinem Wert gefährdete Kreditengagement durch die Bereitstellung zusätzlicher Mittel noch mehr auszuweiten; dasselbe gilt für die übrigen Hauptgläubiger. Eine "Default"-Erklärung hätte im übrigen zweifellos eine negative Signalwirkung und provozierte möglicherweise Schwierigkeiten mit den nicht in das Stillhalteabkommen eingebundenen Gläubigern, z.B. bei der kurzfristigen Fremdfinanzierung durch Lieferanten. Offensichtlich werden auch in diesem Fall die Kosten einer Reputationseinbuße im Kapitalmarkt, die sich aus der unterlassenen "Default"-Erklärung ergeben, vom betreffenden Emissionsführer geringerwertig eingeschätzt als die Kosten, die sich für seinen Kreditbereich als Folge der Wahrung der Obligationärsinteressen ergeben würden.

Abbildung 1: Kursverlauf der Anleihen der Biber Holding



Quelle: Datastream/Vontobel

5. Defizite des Schweizer Kapitalmarktes

Der Fall Biber wirft nicht nur verschiedene Fragen zur Gestaltung eines aussergerichtlich vereinbarten Sanierungskonzeptes auf, sondern weist auch auf verschiedene Defizite des schweizerischen Kapitalmarktes hin. Diese haben ihre Wurzeln in der stark asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den Unternehmungen auf der einen Seite und den Investoren auf der anderen Seite.

5.1 Fehlende Aussagekraft der Emissionsprospekte

Die in der Schweiz anlässlich von Emissionen publizierten Prospekte enthalten zwar eine Reihe von Angaben zum Emittenten, z.B. über die Höhe und Struktur des Aktienkapitals, ausstehende Anleihen, die Mitglieder des Verwaltungsrates oder über die Revisionsstelle, doch diese sagen üblicherweise wenig bis gar nichts über die Zukunftsaussichten der Unternehmung aus. Die Prospekte pflegen insbesondere keine Informationen über wichtige Bestimmungsfaktoren des Unternehmenswertes zu enthalten, die dem Investor bei der Risikobeurteilung von Nutzen sein könnten - beispielsweise über bevorstehende grössere Investitionsprojekte, die Entwicklung wichtiger Beschaffungs- oder Absatzmärkte, die Konkurrenzsituation oder spezielle Risiken. So findet sich in den Emissionsprospekten für die drei Anleihen der Biber Holding kein Hinweis darauf, dass die Realisation von Biber "Nova" und des Ausbaus der Aktivitäten in der Papierverarbeitung mittels Akquisition zu einer deutlichen Liquiditätsanspannung führen wird. Dies vermag nicht weiter zu erstaunen, stellt doch das Obligationenrecht nur sehr geringe Anforderungen an den Inhalt eines Emissionsprospektes.[9] Der Anreiz, diese zu übertreffen, ist gering, da Personen, die absichtlich oder fahrlässig an einem Prospekt mitwirken, der unrichtige Angaben enthält, für allfällige Schäden haftbar gemacht werden können.[10] Hinzu kommt, dass Unternehmungen ohnehin keine besondere Veranlassung sehen, von

sich aus ihre unter Umständen vertraulichen Zukunftspläne öffentlich auszubreiten und auf mögliche Risiken hinzuweisen.

5.2 Fehlende unabhängige Beurteilungsinstanz

Ein Emissionsprospekt ist in seiner Nützlichkeit für den Anleger naturgemäss dadurch limitiert, dass er einerseits nur eine Momentaufnahme darstellt und andererseits nur einen beschränkten Einblick in die Bonität bzw. das Risiko des Schuldners vermitteln kann. Für eine kontinuierliche und fundierte Bonitätsbeurteilung bedarf es des Einsatzes von professionellen und unabhängigen "Rating"-Agenturen. Dank ihres Einblicks in die Geschäftsbücher und Zukunftspläne des Emittenten sowie aufgrund ihrer besonderen Marktkenntnisse und Erfahrungen bei der Risikobeurteilung ist es diesen möglich, negative Entwicklungen bereits relativ früh zu erkennen und mittels einer Herabstufung der "Bonitätsnote" an aussenstehende Investoren zu kommunizieren. Der Anreiz für eine "Rating"-Agentur, stets ein möglichst objektives Bild der Bonität zu zeichnen, besteht darin, dass ihre Reputation und damit ihr Marktwert direkt von der Korrektheit ihrer Beurteilungen abhängt. "Rating"-Agenturen sind im Inland-Segment des schweizerischen Kapitalmarktes lange Zeit überhaupt nicht in Erscheinung getreten. Verschiedene Aktivitäten der amerikanischen Agentur Moody's in der jüngsten Vergangenheit (z.B. Beurteilung der Bonität des Kantons Zürich und der St. Galler Kantonalbank) lassen erwarten, dass das Vorhandensein eines "Ratings" auch für Emissionen im Inland-Segment an Bedeutung gewinnen wird.

5.3 Fehlende Verbindlichkeit der Schutzklauseln

Wie sich im Fall Biber zeigt, hängt die Stellung des Obligationärs gegenüber dem Anleihenschuldner sehr stark vom Verhalten des Emissionsführers ab. Selbst wenn die Anleihebedingungen im Interes-

se des Obligationärs vorsehen, dass bei einer wesentlichen Erhöhung des Ausfallrisikos eine umgehende vorzeitige Rückzahlung der Schuld möglich ist, ist der Emissionsführer nicht verpflichtet, die Kündigung auch wirklich auszusprechen. Somit besteht die Gefahr, dass die ohnehin wenigen, zugunsten von Anleihegläubigern bestehenden Schutzklauseln ihre Funktion ausgerechnet dann, wenn sie den Obligationären von besonderem Nutzen wäre, gar nicht erst entfalten können. Damit die Schutzklauseln auch wirklich zum Tragen kommen können, sind sie so auszugestalten, dass sie nicht durch einen Entscheid des Emissionsführers, sondern ohne weiteres allein aufgrund der Verletzung durch den Schuldner aktiviert werden.

5.4 Fehlende Meldepflicht bei Insidertransaktionen

Sind Informationen über den Wert einer Unternehmung ungleich, d.h. asymmetrisch zwischen deren Management und dem Kapitalmarkt verteilt, so haben Firmeninsider die Möglichkeit, ihren Informationsvorsprung gewinnbringend auszunutzen. So kann eine allfällige Fehlbewertung von Aktien oder Anleihen zu Käufen oder Verkäufen benutzt werden, bevor sie durch die Veröffentlichung neuer, bisher nur innerhalb der Unternehmung bekannter Informationen korrigiert wird, d.h. bevor eine Neubewertung der Wertpapiere eintritt. Im Fall Biber, wo beträchtliche Informationsasymmetrien bestehen und die Aktien- und Anleihekurse starken Schwankungen unterliegen, bietet sich verschiedentlich die Gelegenheit, Insiderkenntnisse profitabel auszuwerten. Die Annahme liegt nahe, dass eine solche auch tatsächlich ergriffen wird.[11] Das bewusste, vorsätzliche Ausnutzen derartiger Informationsvorsprünge zum eigenen Vorteil ist in der Schweiz zwar strafbar, doch die Durchsetzung der entsprechenden Insider-Strafrechtsnormen ist mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. So bereitet insbesondere die Aufdeckung von Insidertransaktionen sowie die Abgrenzung zu Käufen oder Verkäufen von Wertpapieren, die ohnehin, d.h.

auch ohne Ausnutzung eines Informationsvorsprungs getätigt werden, grössere Probleme. Insidertransaktionen sind jedoch nicht nur unter rechtlich-normativen Aspekten zu betrachten, sondern auch unter dem Aspekt der vorgezogenen Informationsdiffusion. Indem am Markt für Aktien und Anleihen einer Unternehmung auch Kreise teilnehmen, die über einen Informationsvorsprung verfügen, gelangt ein Teil der noch privaten Informationen bereits vorzeitig in den Markt und beeinflusst den Marktpreis. Durch diese vorgezogene Informationsdiffusion wird der Preiseffekt von Informationen anlässlich ihrer allgemeinen Bekanntgabe schliesslich kleiner ausfallen, als wenn keine Insider aktiv gewesen wären. Die Informationsdiffusion könnte wesentlich beschleunigt werden, wenn den übrigen Marktteilnehmern das Ausmass, der Zeitpunkt sowie die Art der Insidertransaktionen bekannt gemacht würden, d.h. wenn - wie in den USA praktiziert - eine Meldepflicht für Insidertransaktionen vor oder unmittelbar nach deren Abwicklung eingeführt würde. Dabei geht es nicht nur um das Aufdecken strafbarer Handlungen, sondern vor allen auch darum, die mit Insidertransaktionen verbundenen positiven oder negativen Signale zum Unternehmenswert allen Kapitalmarktteilnehmern als solche erkennbar zu machen.

6. Konklusionen

Der Fall Biber hat verschiedene Implikationen für den Schweizer Kapitalmarkt, insbesondere für die Ausgestaltung von Anleiheemissionen sowie das Verhalten von Emittent und Emissionsführer, sowie für die Konzeption von aussergerichtlichen Sanierungsvereinbarungen:

- Die unterlassene Anrufung der "Default"-Klausel sowie der Einbezug der Obligationäre in die Sanierung haben das Vertrauen der Anleger in die Bereitschaft der Universalbanken, die Interessen von Anleihegläubigern gegenüber den Emittenten wahrzunehmen und nötigenfalls sogar vor die eigenen Interessen zu stel-

len, geschwächt. Möglicherweise lässt dies Investoren bei zukünftigen Emissionen inländischer Schuldner nach einer Risikoprämie in Gestalt einer höheren Rendite sowie nach zusätzlichen und verbindlichen Schutzklauseln begehren, wobei das Ausmass der Forderungen von der speziellen Reputation des jeweiligen Emissionsführers sowie von der Bonität des Emittenten abhängt. Unternehmungen mit einer nicht erstklassigen Bonität, die bis zum Eintritt des Vertrauensschwunds von der impliziten Beistandsgarantie des Emissionsführers überdurchschnittlich profitieren konnten, werden von den zusätzlichen Forderungen der Investoren am stärksten betroffen sein und unter Umständen aus dem Kapitalmarkt verdrängt.

- Die Kapitalgeber der Biber-Gruppe konnten sich ex ante über die Risiken von deren Ende der 80er Jahre eingeschlagenen Unternehmensstrategie ein nur ungenaues eigenes Bild machen, da ihnen wesentliche Informationen dazu nicht zur Verfügung standen. Der Fall Biber wird wahrscheinlich seitens der Investoren zum vermehrten Begehren nach umfassender und kontinuierlicher Information führen - sei es nun durch direkte Information der Unternehmung in Gestalt aussagekräftiger Jahres- und Zwischenberichte oder Emissionsprospekte, oder sei es indirekt in Gestalt von Bonitätsbewertungen durch unabhängige "Rating"-Agenturen oder von Veröffentlichungen der Insidertransaktionen.
- Indem das Sanierungskonzept für die Biber-Gruppe selbst dann nicht scheitert, als die Obligationäre trotz einer Fristverlängerung nicht wie vorgesehen 50% ihrer Forderungen in Aktien umwandeln, wird das "Trittbrettfahren" jener Kapitalgeber sanktioniert, die an ihren Anleihen festhalten und sich nicht an der Sanierung beteiligen wollen. Die offenkundige Machtlosigkeit der Hauptgläubiger gegenüber "Trittbrettfahrern" wird bei zukünftigen aussergerichtlichen Sanierungen wahrscheinlich noch mehr Gläubiger veranlassen, bei

Forderungsumwandlungen oder -verzicht abseits zu stehen.

- Die mit aussergerichtlich festgelegten Sanierungskonzepten häufig einhergehenden Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und den Gläubigern sowie insbesondere unter den Gläubigern selbst rufen nach der Bereitstellung eines Rahmens durch den Gesetzgeber, der einerseits eine grosse Flexibilität bei der Gestaltung der Sanierung bietet, andererseits für alle betroffenen Kapitalgeber verbindlich ist. So erscheint in Anlehnung an das amerikanische Konkursrecht [12] ein Vorgehen zweckmässig, wo sich die verschiedenen Kapitalgeber zunächst zu Interessengruppen zusammenschliessen, Vertreter davon zusammen mit der Unternehmung ein Sanierungskonzept ausarbeiten, dieses anschliessend den Kapitalgebern zur Abstimmung vorlegen, und wo erst bei einer Zustimmung von mehr als 50% der gesamten Forderungen der Richter angerufen werden kann. Sofern dem Sanierungskonzept von allen betroffenen Interessengruppen jeweils mehrheitlich zugestimmt wird, setzt es der Richter umgehend allgemein verbindlich in Kraft. Wenn dagegen die Zustimmung einer Klasse oder mehrerer Klassen fehlt, oder Minderheitsinteressen offensichtlich und stossend verletzt werden, bringt der Richter Korrekturen am Konzept an oder weist es zurück.

Die zum Teil divergierenden Interessen der Kapitalgeber für die Sanierung der Biber-Gruppe unter einen Hut zu bringen, ist zweifellos eine beachtliche Leistung. Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass das Konzept in einigen Punkten durchaus verbesserungsfähig wäre, beispielsweise bezüglich der Transparenz oder der Bewertung der Forderungen. Es ist verständlich, wenn eine finanziell sanierungsbedürftige Unternehmung die Sanierung rasch durchführen und so bald als möglich zum Tagesgeschäft zurückkehren möchte, und dazu das Sanierungskonzept bewusst einfach gestaltet; dies auch deshalb, weil die Suche nach einem für alle betroffenen Kapitalgeber optimalen Sanierungskonzept

stets mit einem gewissen Aufwand verbunden ist und doch nicht immer zu universell akzeptablen Lösungen führt. Im Streben nach dem Einfachen, "Machbaren" sollte jedoch der Sinn für ausgewogene und differenzierte Lösungen nicht allzu stark vernachlässigt werden. Wo das Verhältnis zwischen Kosten und Nutzen stimmt, müssen im Interesse der Ausgewogenheit und Gerechtigkeit des Sanierungskonzeptes nicht nur gerade, sondern auch gerade Umtauschverhältnisse, nicht nur Aktien oder Wandelanleihen, sondern auch Optionen sowie andere differenzierende Elemente mehr darin Eingang finden können. Es bleibt zu hoffen, dass das breite Spektrum der zur Verfügung stehenden Möglichkeiten bei zukünftigen Sanierungen besser ausgeschöpft wird.

Fussnoten

- [1] Vgl. das Umwandlungsangebot der Biber Holding AG, NEUEZÜRCHERZEITUNG (NZZ) Nr. 80 v. 7.4.1994, pp. 58 ff.
- [2] Vgl. NZZ Nr. 105 v. 6.5.1994, p. 33.
- [3] Ein Kapitalschnitt um 100%, der das Aktienkapital einer Unternehmung auf Null herabsetzt, ist unter Umständen mit aktienrechtlichen Problemen resp. besonderen Umtrieben verbunden, was eine weitere Erklärung für das Einräumen einer Restbeteiligung an die Alt-Aktionäre sein könnte. Denn Aktien, deren Nennwert gleich Null ist, repräsentieren zwar keine Vermögensrechte mehr, gewähren ihren Eigentümern jedoch weiterhin Mitwirkungsrechte (z.B. das Stimmrecht). Folglich müssten diese noch für kraftlos erklärt bzw. vernichtet werden.
- [4] Ein Kapitalschnitt reduziert nur die Nennwerte der ausstehenden Aktien, nicht jedoch den Wert der Ansprüche der Aktionäre am Eigenkapital der Unternehmung. Sowohl der Bilanzwert wie auch der Marktwert des Eigenkapitals bleiben von einem Kapitalschnitt unberührt, solange dieser kleiner als 100% ist. Dessen Zweck besteht einzig darin, einen Verlustvortrag in der Bilanz buchhalterisch auszugleichen. Hinzu kommt allenfalls das Bedürfnis, den Nominalwert der Aktien unter ihren Marktwert abzusenken, da sonst zukünftige Kapitalerhöhungen möglicherweise erschwert würden. Gemäss OR 624 ist ein unter dem Nominalwert liegender Emissionspreis nicht zulässig.
- [5] Vgl. SCHWEIZER HANDELS ZEITUNG (SHZ) Nr. 24 v. 11.6.1981, p. 7.
- [6] Im Rahmen der Sanierung des amerikanischen Computerherstellers Wang Laboratories erhalten beispielsweise die ungesicherten Gläubiger 1994 gegen einen vollständigen Forderungsverzicht im Umfang von 811 Mio. US\$ 30 Mio. neue Aktien, während die Alt-Aktionäre nach einem Kapitalschnitt von 100% "Warrants" für 7.5 Mio. Aktien bekommen.
- [7] Zitat von Arthur Grüninger, stv. Direktionsmitglied und Pressechef der SBG, SHZ Nr. 30 v. 23.7.1981, p. 6.
- [8] Vgl. NZZ Nr. 164 v. 16./17.7.1988, p. 33.
- [9] Vgl. OR 652a Abs. 1 u. OR 1156 Ziff. 1 u. 2.
- [10] Vgl. OR 1156 Ziff. 3.
- [11] Auffällig ist beispielsweise das Verhalten der Unternehmung Attisholz, die nicht nur als Zellstoff-Produzent sondern lange auch über eine Kreuzbeteiligung traditionsgemäss eng mit ihrem Grosskunden Biber verbunden ist. Nachdem Biber im Jahre 1992 ihre Beteiligung an Attisholz zur Liquiditätsbeschaffung verkauft hat, hält letztere zunächst an ihrer Beteiligung von 4.9% fest und stellt weiterhin den Vizepräsidenten des Biber-Verwaltungsrates. Als gegen Ende des Jahres 1993 Meldungen über einen Umschwung im Papiermarkt zusammen mit Kaufempfehlungen eines Börsenbriefs die Kurse der Biber-Aktien innert Kürze um mehr als 100% in die Höhe schnellen lassen, baut Attisholz ihre Beteiligung durch Verkäufe über die Börse vollständig ab. Auf die Bekanntgabe des Sanierungskonzeptes Ende Februar brechen die Kurse wieder drastisch ein. Die Verkäufe von Attisholz werden erst im Rahmen ihrer Pressekonferenz im April publik.
- [12] Als Beispiel für eine freiwillige Sanierungsvereinbarung nach amerikanischem Konkursrecht, die den Richter zu Hilfe nimmt, sei der Fall der USG Corp. erwähnt. Die Unternehmung, eine bedeutende Herstellerin von Gipsplatten und anderen Baumaterialien, wird zu Beginn der 90er Jahre fast von ihrer hohen Schuldenlast erdrückt, die sie sich zur Abwehr eines "unfreundlichen" Übernahmeversuchs in den 80er Jahren aufgebürdet hat. Um ihre Kapitalbasis nachhaltig sanieren zu können, unterbreitet USG 1992 ihren Banken- und Anleiensgläubigern einen Restrukturierungsplan, der eine Reduktion des Fremdkapitals von 2.7 auf 1.6 Mrd. \$ durch Umwandlung nachrangiger Anleihen in Aktien und "Warrants" sowie die Refinanzierung verschiedener Verbindlichkeiten vorsieht. Nachdem die Gläubiger bzw. ihre Interessenvereinigungen dem Plan grundsätzlich zugestimmt haben, gelangt dieser anfangs 1993 formal zur Abstimmung ("Solicitation"). Der Plan gilt seitens der Obligationäre als genehmigt, sofern ihm pro Klasse wenigstens zwei Drittel der Anleiensforderungen und die Hälfte der Anzahl Anleihen, die an der Abstimmung vertreten werden, zustimmen, was im Fall

USG übertroffen wird. Im März 1993 begibt sich daraufhin die Holdinggesellschaft der Unternehmensgruppe mit einer sogenannten "Prepackaged Bankruptcy Petition" unter Gläubigerschutz nach "Chapter 11" des Konkursgesetzes und verlangt vom Richter, dass er den Plan verbindlich für alle betroffenen Gläubiger umsetze. Dieser gibt dem Begehren nach kurzer Anhörung und Überprüfung statt, so dass USG das "Chapter 11"-Verfahren bereits im Mai 1993 mit der Sanierung der Kapitalbasis abschliessen kann. Dem amerikanischen Konkursrichter steht notabene die Möglichkeit offen, einen finanziellen Restrukturierungsplan selbst dann umzusetzen, wenn ihm nicht alle betroffenen Gläubigerklassen ("Cramdown Provision") zustimmen.