

## Konferenz mit Sigma Finance Corp. vom 23.04.2008

### Ausgangslage

Die Ratingagenturen haben im März/April 2008 die Bonität von Sigma Finance Corp. von AAA/Aaa auf AA- resp. A2 mit watch negative reduziert.

Die Kurse der Anleihen werden derzeit zwischen rund 55%-75% des Nominalwertes im Markt gestellt.

### Umtauschofferte

Sigma Finance offeriert an 212 Senior Bondholder einen Umtausch ihrer Schulden für Vermögenswerte resp. Schuldpapiere aus ihrem Portfolio zu pari mit einem Leverage-Faktor je nach Restlaufzeit und Seniorität (bis zu 3x). Diese Offerten zur Umschuldung erfolgen ohne die Unterstützung bzw. Mitwirkung der rund 140 Eigenkapitalgeber (Aktionäre und v.a. Capital Notes Holder).

### Aktuelle Situation: Akute kurzfristige Refinanzierungslücke

- Sigma befindet sich in einer Liquiditäts- und Vertrauenskrise
- Mehr als 40% oder \$18bn Schulden werden bis Oktober zur Rückzahlung fällig; dies bei einer durchschnittlichen Laufzeit der Vermögenswerte (WAL) von 3 Jahren
- Aufgrund von Sigma's internen und nicht revidierten Bewertungsansätzen für die Vermögenswerte müssen wir davon ausgehen, dass sich die Bilanz der Gesellschaft in einem viel schlechteren Zustand befindet als uns (mit Februar-Zahlen!) präsentiert wurde.
- Der ausgewiesene Verschuldungsgrad (Leverage Ratio) ist nach Einberechnung des Verlustvortragkontos (market-to-market losses) bei 13x und nicht bei 8x
- Die Refinanzierung über Repo-Geschäfte, auf welche Sigma seit Ausbruch der Krise praktisch zu 100% zurückgreifen muss, hat sich massiv verteuert und erfordert signifikant höhere Sicherheitsmargen (bis 20%)

### Plan A: Refinanzierung über gesprochene Kreditlimiten, Verkäufe von Vermögenswerten oder Repo-Geschäften

- Sigma weist eine Liquidität mit gesprochenen Kreditlimiten in der Höhe von \$12 Mrd. aus. Nach eigenen Aussagen können diese aber nicht beansprucht werden: „...if Sigma would draw, the company would go out of business...“
- Wird im Markt bekannt, dass Sigma als “forced seller” von Vermögenswerten auftreten muss, wird dies Auswirkungen auf die Eigenkapitalgeber haben. Dies wäre kein Problem, wenn die am Markt erzielten Verkaufspreise auch den entsprechenden Werten in der Bilanz entsprechen würden.
- Vermögenswerte in den Monats-Statements werden zu Buchwerten ausgewiesen und in den Quartalsberichten Market-to-Market; wobei die von Sigma erwähnten Durchschnittspreise im Portfolio von 95% auch nach eigener Aussage nicht mehr dem Marktwert entsprechen.
- Sigma spricht davon pro Jahr 7 Audits durch PWC auszuführen; die abgegebenen Monats- und auch Quartalberichte sind aber nicht „audited“ sondern lediglich „reviewed“ (ohne Audit-Opinion zur richtigen Bewertung); warum kein revidierter Bericht vorliegt, wird nicht beantwortet
- Sigma ist derzeit in Verhandlung mit 18 Gegenparteien, um weitere Repo-Geschäfte in der Höhe von \$12 Mrd. abzuschliessen. Sigma bestätigt, dass dies zu höheren Refinanzierungskosten und strengerer Besicherung führen wird.

**Plan B: Debt to Asset Swap**

- Sollte jeder der 212 Obligationäre in den Tausch einwilligen, könnte gemäss Sigma die Verschuldung um weitere \$10 Mrd. reduziert werden.
- Solche Offerten können „tailor made“ abgegeben werden nach dem Prinzip wer zuerst kommt, mahlt zuerst...
- Wir haben keine Indikationen erhalten, ob solche Offerten bereits angenommen worden sind.

**Plan C: Rekapitalisierung durch Eigenkapitalgeber**

- Sigma behauptet, dass es schwierig sei, die 140 verschiedenen Kapitalgeber an einen Tisch zu bringen, um über weitere Kapitalspritzen zu diskutieren. Dies dürfte unserer Meinung nach nicht schwieriger sein, als mit 212 Obligationären (welche Sigma nicht alle kennt) individuelle Umtauschofferten auszuhandeln...
- Sigma bestätigt, dass eine Versicherungsgesellschaft \$600 Mio. Capital Notes (ca. 15%) hält und Repo-Geschäfte von ca. \$2-3 Mrd. (ca. 17%) offen hat. Weitere Investoren oder Namen wurden keine bekannt gegeben.
- Deutsche Bank als grösster Dritt-Aktionär von Gordian Knot zeigt kein Interesse an einer Unterstützung von Sigma. Im Gegenteil, nach Aussagen von Sigma reden Vertreter der Bank im Markt sehr schlecht über die Gesellschaft.
- Auch seitens Gordian Knot ist keine Unterstützung zu erwarten, da die Gesellschaft lediglich einen Managementauftrag von Sigma hat und im schlimmsten Fall die Umsätze bzw. Fees verliert.
- Wir müssen also davon ausgehen, dass ein Plan C nicht zur Anwendung kommt.

**Plan D: "Natural amortization"**

- Sollten Sigma's Vermögenswerte weiter erodieren und keine Refinanzierung mehr möglich sein, könnte die Firma in einen Modus der natürlichen Liquidation gelangen. Dabei werden die Assets nicht sofort verkauft, sondern deren Fälligkeit abgewartet und dann die Schulden bedient. Es liegt jedoch kein Plan auf dem Tisch wie das Portfolio in einem solchen Fall zurückgefahren werden soll, damit alle stakeholder fair behandelt werden und wer darüber die Aufsicht inne haben soll.
- Für Bondholder würde es Zeit in Anspruch nehmen (durchschnittliche Fälligkeit 3 Jahre) Geld zurückzuerhalten und viel wichtiger, es müssten rechtliche Mittel in Anspruch genommen werden um sicherzustellen, dass die jeweiligen Forderungen und Dividendenzahlungen fair abgewickelt werden. Nach Angaben von Sigma würden kurzfristige Schulden zuerst bezahlt und längerfristige Verbindlichkeiten wären somit einem grösseren Risiko ausgesetzt. Unserer Meinung nach wäre dies eine ungleiche Behandlung der Stakeholder.
- Wir stellen fest, dass im Moment auch kein Plan D vorhanden ist, welcher eine saubere und faire natürliche Liquidation gewährleisten würde. Viele Fragen würden offen bleiben.

**Kommentar I-CV**

- Sigma bestätigt, dass sie in den letzten Monaten die schlimmsten Marktverhältnisse der letzten 25 Jahre erlebt hat. Gleichzeitig führt sie an, dass die Gesellschaft in besserer Verfassung sei als vor einem Jahr (tiefere Verschuldung, höhere Reserven etc.). Dies entspricht nicht der Wahrheit.
- Warum Sigma – nach ihren eigenen Aussagen – ein besserer Schuldner sein sollte als beispielsweise die Deutsche Bank können wir nicht nachvollziehen. Wie sie Repo-Geschäfte tätigen will zu besseren Konditionen und weniger strengen Deckungsanforderungen als beispielsweise die Englischen Banken mit der Bank of England ist uns auch nicht klar.
- Die derzeit einzigen Refinanzierungsalternativen für Sigma sind Repo-Geschäfte und Verkäufe von Vermögenswerten. Dies reicht aber nicht aus, weshalb Sigma mittels „Debt-to-Asset-Swaps“ mit über 200 Investoren versucht, die Gesellschaft zu retten. Ohne mehrheitliche Unterstützung dieser Investoren wird aber Sigma unserer Ansicht nach nicht in der Lage sein, die für das Weiterbestehen erforderlichen \$18 Mrd. in den nächsten 6 Monaten zu refinanzieren.

- Sollte diese Umschuldungsaktion scheitern und Sigma die Repo-Geschäfte nicht weiter zu vernünftigen Konditionen ausbauen können, dürfte die Gesellschaft in den Modus einer „natürlichen Liquidation“ gelangen. Bis ein Gläubiger seine Guthaben respektive Teile davon wieder einbringen kann, dürften in einem solchen Szenario Jahre vergehen. Rechtskosten und ein mögliches Impairment der Position würde einen unmittelbarer Einfluss auf die Erfolgsrechnung des Gläubigers haben
- Rating-Agenturen haben ihre Fehleinschätzung (AAA) erkannt und begonnen den Schuldner zurückzustufen. Die von den Agenturen in den letzten Ratingberichten definierten Kriterien zur Vermeidung von weiteren Downgrades kann Sigma unseres Erachtens nicht erfüllen. Die Ratings werden also weiter sinken und ein „forced selling“ der Bonds beschleunigen.
- Bei einer „fairen“ Umtauschofferte mit transparenten Vermögenswerten erachten wir die Chance für die vollständige Wiedereinbringung der Schulden als hoch

#### **Empfehlung I-CV**

- Wir raten vom Kauf bzw. Halten von Sigma-Anleihen ab
- Einer Tauschofferte zugrunde liegende Vermögenswerte bzw. Schuldtitel sollten transparent und bewertbar sein und einer unabhängigen Bonitätsprüfung standhalten.