

ERLÄUTERUNGEN DER GZO AG ZUM SANIERUNGSKONZEPT / NACHLASSVERTRAG UND GEPRÜFTE ALTERNATIVEN

I. AUSGANGSLAGE

Die GZO AG Spital Wetzikon («GZO AG») befindet sich seit Frühjahr 2024 in einem umfassenden Sanierungsprozess, der unter dem Schutz einer Nachlassstundung erfolgt. Die Überwachung des Verfahrens obliegt den vom Gericht eingesetzten Sachwaltern. Im Herbst 2025 hat die Gläubigersamtheit zusätzlich einen Gläubigerausschuss bestellt, welcher die Interessen der Gläubiger wahrnimmt.

Der Erfolg der Sanierung hängt von mehreren Faktoren ab. Von zentraler Bedeutung ist die Zustimmung der erforderlichen Gläubigermehrheit zum vorgelegten Nachlassvertrag sowie dessen anschliessende gerichtliche Bestätigung. Ebenso entscheidend ist der Nachweis, dass die GZO AG nach der Sanierung über ein tragfähiges Geschäftsmodell verfügt.

Die Sanierung setzt voraus, dass sämtliche Parteien einen Beitrag leisten: die Gesellschaft, die Gläubiger sowie die Aktionärsgemeinden.

A. Beitrag der GZO AG Spital Wetzikon: Kostensenkung und Integration in Spitalverbund

Der Beitrag der GZO AG besteht in der Umsetzung der erforderlichen strukturellen und operativen Anpassungen, um ein tragfähiges Geschäftsmodell sicherzustellen:

- **Kostensenkung und Wertberichtigung:** Die GZO AG setzte wesentliche Kostensenkungsmassnahmen um, namentlich Personalanpassungen, ein striktes Sachkostenmanagement sowie eine auf das Wesentliche beschränkte Investitionsdisziplin, um ein positives Betriebsergebnis sicherzustellen. Das Sanierungskonzept setzt auch künftig eine hohe Ausgaben- und Investitionsdisziplin voraus.

Die während der Nachlassstundung durchgeführte Überprüfung der Geschäfts- und Finanzplanung ergab zudem einen Wertberichtigungsbedarf der Sachanlagen. In Absprache mit der Revisionsstelle musste eine Werteberichtigung bei den Immobilien in Höhe von 110 Millionen Franken zulasten des Jahresergebnisses 2024 verbucht werden. Durch die Werteberichtigung wurden die Anlagen, welche das Bauprojekt betreffen, komplett abgeschrieben.

- **Integration in einen Spitalverbund:** Die thurmed AG, zu deren Gruppe auch das Kantonsspital Thurgau zählt, hat den Aktionärsgemeinden der GZO AG Ende April 2026 ein Angebot für eine strategische Beteiligung unterbreitet. Mit einem grösseren Spitalverbund sollen zum einen die Spitalversorgung im Zürcher Oberland wohnortnah und dauerhaft gesichert, zum anderen Synergieeffekte erschlossen werden.

Ende August 2026 sprachen sich alle Aktionärsgemeinden für die Annahme des Angebots aus. Die thurmed AG erhält für einen Investitionsbetrag von 28 Millionen Franken das Recht, bis spätestens 31. Dezember 2027 eine Beteiligung von 51 % an der GZO AG zu erwerben. Wird die Beteiligungsoption ausgeübt, wird sich die thurmed AG zudem über Darlehen in Höhe von 35 Millionen Franken an der Finanzierung des Neubauprojekts beteiligen.

Der Regierungsrat des Kantons Thurgau steht dem Vorhaben grundsätzlich positiv gegenüber, möchte den definitiven Entscheid aber erst nach Abschluss einer eingehenden Sorgfaltsprüfung im November 2026 fällen.

Ungeachtet einer künftigen strategischen Beteiligung der thurmed AG an der GZO AG gewährt die thurmed AG der GZO AG ein vorerst zinsloses Wandeldarlehen in der Höhe von 7 Millionen Franken für eine Laufzeit von 15 Jahren. Das Wandeldarlehen liegt in der Kompetenz des Verwaltungsrates der thurmed AG und wurde unabhängig vom Abschluss der Investitionsvereinbarung zwischen thurmed AG und den Aktionärsgemeinden bzw. der Ausübung der Beteiligungsoption unterzeichnet. Voraussetzung für die Auszahlung ist aber die Annahme des Nachlassvertrages durch die Gläubiger und dessen Bestätigung durch das Gericht. Das Wandeldarlehen muss im Anschluss an die Nachlassstundung besichert werden, um eine vorzeitige Fälligkeit zu verhindern. Die Mittel können für die Erhöhung des Dividendenversprechens an die Gläubiger bzw. die Reduktion des Schuldenschnitts verwendet werden. Bei Ausübung der oben genannten Beteiligungsoption durch die thurmed AG wird das Wandeldarlehen in Aktienkapital gewandelt.

**B. Beitrag der Aktionärsgemeinden:
Kapitalerhöhung von 50 Millionen Franken**

Der Beitrag der Aktionärsgemeinden besteht in der Zuführung von frischem Kapital, nachdem die vorhandenen flüssigen Mittel an die Gläubiger ausgeschüttet werden.

Im November 2025 stimmten elf der zwölf Aktionärsgemeinden einer Kapitalerhöhung zu; einzig die Gemeinde Bubikon lehnte diese ab. Die Zustimmung von über 70 Prozent an der Urne im November 2025 sind ein klares Bekenntnis der Bevölkerung zum Spital als regionale Gesundheitsversorgerin.

Die übrigen elf Aktionärsgemeinden haben inzwischen die erforderlichen Beschlüsse gefasst, um den auf Bubikon entfallenden Fehlbetrag zu decken. Die verbindlichen Zeichnungszusagen der Aktionärsgemeinden sind bei einem Treuhänder (sog. Escrow Agent) hinterlegt. Kommt der Nachlassvertrag zustande, werden diese Zusagen der GZO AG ausgehändigt und sind unmittelbar verbindlich.

Die Kapitalerhöhung von 50 Millionen Franken soll die GZO AG nach der Tilgung der Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern wieder handlungsfähig machen und die notwendigen finanziellen Mittel für den laufenden Betrieb sowie für betrieblich unabdingbare bauliche Massnahmen bereitstellen. Damit werden sämtliche verfügbaren freien Mittel der GZO AG vollumfänglich an die Gläubiger ausgeschüttet.

**C. Beitrag der Gläubiger:
Teilweiser Forderungsverzicht**

Die Sanierungslösung gelingt nur, wenn die ungesicherten und nicht privilegierten Gläubiger der GZO AG auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Konkret verzichten die Gläubiger unter dem Nachlassvertrag auf denjenigen Teil ihrer Forderungen, der durch die Dividendenzahlungen nicht abgedeckt ist.

II. ANGEBOT AN DIE GLÄUBIGER: DER NACHLASSVERTRAG

A. Form des Nachlassvertrags

Die GZO AG schlägt ihren ungesicherten und nicht privilegierten Gläubigern einen Nachlassvertrag in Form eines kombinierten Dividenden- und Stundungsvergleichs vor.

Was bedeutet das? Im Rahmen dieses Vertrags einigen sich die GZO AG und ihre Gläubiger darauf, dass jeder Gläubiger einen proportionalen Anteil seiner Forderung zurückerhält (die sog. «Dividende»). Eine erste substantielle Zahlung wird gemäss dem Nachlassvertrag sofort geleistet. Weitere Dividendenzahlungen folgen zu einem späteren Zeitpunkt (die sog. «Stundung»).

Der Nachlassvertrag muss den Gläubigern eine angemessene Dividende in Aussicht stellen, die höher ausfällt als im Konkursfall. Er muss auch wirtschaftlich tragfähig sein, und seine Umsetzung hinreichend gesichert, damit das Nachlassgericht den Nachlassvertrag bestätigen kann. Massgebend ist nicht die maximale, sondern die tragbare Dividende, d.h. eine, die dem Schuldner eine nachhaltige wirtschaftliche Perspektive erhält.

B. Dividendenversprechen

Das Angebot an die Gläubiger sieht folgende anteilige Rückzahlung der Forderungen vor:

Feste Dividendenbestandteile (fest vertraglich zugesichert):

1. **Festdividende 1 (sofortige Barausschüttung):** Eine sofortige Barausschüttung in Höhe von 29.0%.
2. **Festdividende 2 (gestundete Barausschüttung):** Eine während 11 Jahren gestundete zusätzliche Barausschüttung von 10.3%.

Zusätzliche Dividendenbestandteile, die vom Eintritt von gewissen Ereignissen abhängig sind (Top-up Dividenden):

3. **Top-up Dividende 1:** Zusätzliche Ausschüttung bei Auflösung von Rückstellungen in Höhe von 20 Millionen Franken im Zusammenhang mit Forderungen der Steiner AG bzw. deren Rechtsnachfolgerin gegenüber der GZO AG. Die Top-up Dividende 1 beträgt damit maximal 8.2%.
4. **Top-up Dividende 2:** Zusätzliche Ausschüttung, wenn die GZO AG in einem oder mehreren Geschäftsjahren zwischen 2027 und 2036 eine EBITDA-Marge von mehr als 8% erzielt. Die Gläubiger erhalten 50% des Überschusses. Damit wird das zukünftige Upside-Potential zwischen der GZO AG und den Gläubigern aufgeteilt. Die genaue Höhe dieser Dividende lässt sich derzeit nicht beziffern.
5. **Top-up Dividende 3:** Zusätzliche Ausschüttung aus der Auflösung von Rückstellungen für (i) bedingte und befristete Forderungen in Höhe von 1.5 Millionen Franken und (ii) die Ablösung von Bauhandwerkerpfandrechten von Subunternehmern der Steiner AG in Höhe von 6.1 Millionen Franken sowie aus dem Nettoertrag aus einer Aktivforderung der GZO AG gegenüber Steiner AG im Nominalbetrag von rund 219.5 Millionen Franken zuzüglich Zins. Diese Forderung wird im Nachlassverfahren

der Steiner AG vollständig bestritten. Die Höhe der Top-up Dividende 3 lässt sich derzeit nicht quantifizieren.



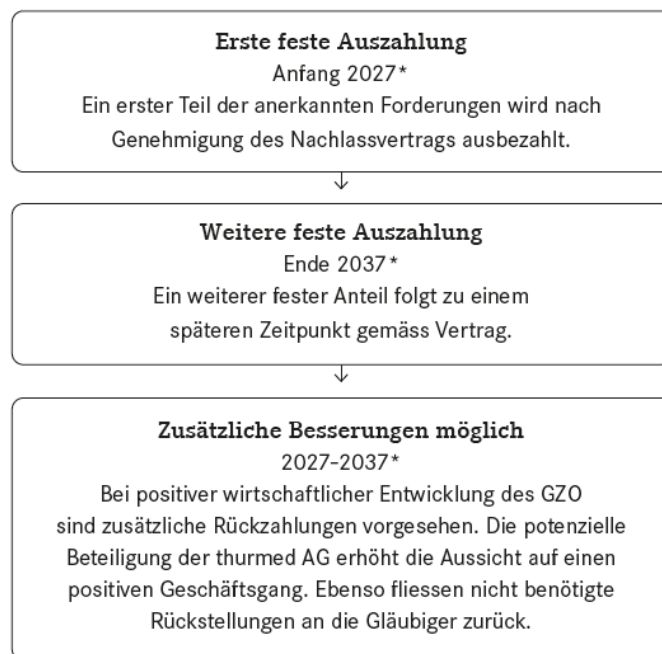
Abbildung 1: Dividendenversprechen

C. Auszahlungszeitpunkte

Die Auszahlungszeitpunkte bzw. Fälligkeiten für die einzelnen Elemente sind wie folgt (Abbildung 2):

1. **Festdividende 1:** 45 Tage nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages.
2. **Festdividende 2:** 11 Jahre nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages.
3. **Top-up Dividende 1:** Nach rechtskräftiger Erledigung der Streitigkeit mit Steiner AG bzw. deren Rechtsnachfolgerin.
4. **Top-up Dividende 2:** 11 Jahre nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages.

5. **Top-up Dividende 3:** 2 Jahre nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages, wenn bis dahin ein Betrag von mindestens 2.5 Millionen Franken zur Verteilung an die Gläubiger zur Verfügung steht, bzw. 11 Jahre nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages (ohne untere Limite).



* Die genauen Auszahlungszeitpunkte hängen von der Rechtskraft des Bestätigungsentscheides ab.

Abbildung 2: Massgebliche Auszahlungszeitpunkte

D. Weiteres

- **Bestrittene und bedingte Forderungen:** Auf bestrittene und bedingte Forderungen entfallende Dividenden werden durch die GZO AG einstweilen zurückbehalten, bis die Auszahlungsvoraussetzungen geschaffen werden.
- **Privilegierte Gläubiger und besicherte Gläubiger:** Die Forderungen von privilegierten Gläubigern – insbesondere die Arbeitnehmer und Sozialversicherungsbehörden – unterliegen dem Nachlassvertrag nicht. Deren Forderungen müssen nach Bestätigung des Nachlassvertrages vollständig bezahlt werden. Ebenfalls nicht dem Nachlassvertrag unterstellt sind die besicherten Gläubiger sowie die Subunternehmer, die Bauhandwerkerpfandrechte angemeldet haben. Mit letzteren werden

separate Gespräche zur Ablösung der Bauhandwerkerpfandrechte geführt, sobald der Nachlassvertrag von den Gläubigern angenommen und vom Gericht bestätigt wurde.

- **Forderungsverzicht:** Die Gläubiger verzichten unter dem Nachlassvertrag auf denjenigen Teil ihrer Forderungen, der durch die Dividendenzahlungen nicht abgedeckt ist. Mit diesem teilweisen Forderungsverzicht der Gläubiger und den erwähnten Beiträgen der GZO AG und der Aktionärsgemeinden wird die Sanierung der GZO AG ermöglicht.
- **Massgebliche Währung:** Alle Auszahlungen unter dem Nachlassvertrag erfolgen in Schweizer Franken, auch wenn eine Nachlassforderung ursprünglich in einer anderen Währung lautete. Der anwendbare Wechselkurs wird durch die Sachwalter der GZO AG für jede Währung einheitlich bestimmt basierend auf dem Wechselkurs per Datum der Gewährung der provisorischen Nachlassstundung (30. April 2024).
- **Auszahlungen an Anleihensgläubiger:** Auszahlungen an Anleihensgläubiger erfolgen wie bis anhin zentral über die Hauptzahlstelle UBS.
- **Überwachung der Auszahlungen:** Die Kanzlei der Sachwalter, Wenger Plattner, überwacht die korrekte Ausführung der Zahlungen unter dem Nachlassvertrag
- **Mitteilung der Kontoangaben:** Die Zahlungen unter dem Nachlassvertrag erfolgen über einen längeren Zeitraum. Daher ist es wichtig, dass Gläubiger ihre Kontoangaben mit dem entsprechenden Formular der GZO AG mitteilen und allfällige Änderungen melden. Die Anleihensgläubiger sind von diesen Pflichten entbunden, da die Zahlungen über die Hauptzahlstelle abgewickelt werden.

III. VERGLEICH MIT DEM KONKURSSZENARIO

Mit ihrer Entscheidung über den Nachlassvertrag bestimmen die Gläubiger, ob der Spitalbetrieb weitergeführt oder ein Konkursverfahren eingeleitet wird.

A. Was passiert im Konkurs?

Wird der Nachlassvertrag abgelehnt, führt dies zum Konkurs. Das bedeutet: Der Spitalbetrieb wird zwangsläufig und kurzfristig eingestellt. Das vernichtet Wert für alle beteiligten Parteien. Die verbleibenden Vermögenswerte von der GZO AG werden im Konkurs verwertet und die Verbindlichkeiten der GZO AG im Rahmen des sog. Kollokationsprozesses bereinigt.

Hierzu gehört auch die Erstellung des sog. Lastenverzeichnisses für die Liegenschaften. In diesem Verfahren müssen insbesondere die Bauhandwerkerpfandrechte von Steiner AG bzw. deren Rechtsnachfolgerin sowie die Bauhandwerkerpfandrechte der Subunternehmer beurteilt werden. Erfahrungsgemäss ist das ein zeitaufwendiger Prozess.

B. Gegenüberstellung der Dividendenerwartungen

Die folgende Abbildung (unten) zeigt die erwarteten Quoten für die ungesicherten und nicht privilegierten Gläubiger unter den beiden Szenarien, wobei die Darstellung auf Bruttobasis erfolgt (d.h. ohne Abzinsung auf den heutigen Wert):

Nachlassvertrag	Konkurs
↓	↓
Weiterführung Spital	Schliessung Spital
Nachlassdividende:	Konkursdividende:
39.3 % *ohne Steiner	17.7 - 21.2 % *ohne Steiner
47.5 % *mit Steiner	23.1 - 29.3 % *mit Steiner

* Szenarien je ohne und mit Auflösung der Rückstellungen im Zusammenhang mit Forderungen der Steiner AG bzw. deren Rechtsnachfolgerin.

Abbildung 3: Vergleich Nachlassvertrag und Konkurs

Der Nachlassvertrag bietet in jedem Szenario eine substanziell höhere Dividende als der Konkurs, und dies bereits ohne Berücksichtigung der Top-up Dividenden 2 und 3. Diese können die Quote für die Gläubiger weiter steigern. Damit zeigt sich: Ein weitergeführter Betrieb erhält wirtschaftlichen Wert und dieser Mehrwert wird unter dem Sanierungskonzept der GZO AG zwischen allen involvierten Parteien angemessen verteilt.

C. Zeitlicher Vorteil des Nachlassvertrags

Die Gläubiger erhalten unter dem Nachlassvertrag die erste Auszahlung (Festdividende 1) bereits 45 Tage nach dessen Inkrafttreten. Im Konkurs ist davon auszugehen, dass die Gläubiger erheblich länger auf eine erste Zahlung warten müssen (voraussichtlich mit erster Abschlagszahlung frühestens in 1 – 2 Jahren).

D. Bewertung der Liegenschaften im Konkurs

Aus dem Kreis der Gläubiger wurde wiederholt die Frage aufgeworfen, ob der angesetzte Liegenschaftswert im Konkurs mit 12 Millionen Franken angemessen ist. Dieser Wert basiert auf einer von der GZO AG in Auftrag gegebenen Immobilienbewertung von Wüest Partner AG aus Oktober 2024.

Der Bewertung liegt ein Umnutzungsszenario zugrunde (Wohn- und kommerzielle Nutzung, ohne Fortführung der Spitalnutzung, «Spitalbrache»). Für diese Umnutzung bestehen zahlreiche Hürden, die ein möglicher Käufer bei der Ausgestaltung seines Angebots berücksichtigen müsste:

- Eine notwendige Umzonung mit Sondernutzungsplanung, die nach Einschätzung von Wüest Partner AG zwischen 10 und 14 Jahren in Anspruch nehmen wird und einen komplexen politischen Prozesses mit unsicherem Ausgang darstellt.
- Der Umgang mit bestehendem Denkmalschutz.
- Die Bereinigung erwarteter Bauschadstoffe (Asbest).
- Die vorgängige Bereinigung des Lastenverzeichnisses vor einem möglichen Erwerb

Infolge der langen Fristen und der erheblichen Planungsunsicherheit ist die GZO AG überzeugt, dass der Liegenschaftswert im Konkurszenario angemessen berücksichtigt ist.

IV. DAS VORLIEGENDE ANGEBOT IST DAS BESTMÖGLICHE ANGEBOT

Gegenüber dem Konkurs (Liquidationsszenario) stellt der offerierte Nachlassvertrag eine substanziell bessere und risikoärmere Lösung für die Gläubiger dar.

- Unter dem Nachlassvertrag beträgt die Dividendenerwartung zwischen 39.3% (ohne 20 Millionen Franken Rückstellung für Steiner) und 47.5% (mit 20 Millionen Franken Rückstellung für Steiner). Im Konkurs können die Gläubiger demgegenüber nur zwischen 17.7% und 21.2% (ohne 20 Millionen Franken Rückstellung für Steiner) bzw. zwischen 23.1% und 29.3% (mit 20 Millionen Franken Rückstellung für Steiner) erwarten. Die Gläubiger erhalten zudem die erste Auszahlung unter dem Nachlassvertrag erheblich früher als im Konkurs.
- Das Angebot der GZO AG unter dem Nachlassvertrag ist nicht nur besser als das erwartbare Ergebnis in einem Konkurs. Es ist gleichzeitig auch das bestmögliche Angebot, welches die GZO AG ihren Gläubigern unterbreiten kann. Es ist das Resultat eines intensiven Austauschs mit zahlreichen Gläubigern, dem Gläubigerausschuss, möglichen Investoren und den Sachwaltern. Das Angebot wurde wiederholt nachgeschärft und für die Gläubiger substantiell verbessert. Insbesondere konnte dank dem von der thurmed AG gewährten Wandeldarlehen eine Verbesserung der sofortigen Bardividende erreicht werden.
- Das Resultat ist eine realistische und nachhaltige Offerte, die aber auch künftig eine grosse Ausgaben- und Investitionsdisziplin sowie Fokussierung auf die Stärken des Unternehmens voraussetzt. Das haben die von der GZO AG in Auftrag gegebene Sensitivitätsanalysen von PwC klar gezeigt. Das Angebot der thurmed AG sichert zudem die Festdividende 2 (gestundete Barausschüttung) ab und stärkt die Aussicht auf ein werthaltige Top-up Dividende 2 (EBITDA Überschussbeteiligung).

Damit reflektiert die vorliegende Offerte das bestmögliche Angebot an die Gläubiger, welches der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der GZO AG mit der gebotenen Sorgfalt verantworten können.

V. ALTERNATIVE SANIERUNGSVARIANTEN

Während der Nachlassstundung hat die GZO AG zahlreiche weitere Sanierungsvarianten und Sanierungselemente ergebnisoffen geprüft – unabhängig davon, ob die Ideen eigenständig entwickelt oder durch die Sachwalter, den Gläubigerausschuss oder einzelne Gläubiger an die GZO AG hergetragen wurden.

Insbesondere wurden der GZO AG im Zeitraum zwischen März 2026 und Juli 2026 zwei Angebote unterbreitet, welche eine Verschiebung der ursprünglich für das Frühjahr angedachten Gläubigerversammlung notwendig machten:

- Angebot von Kawa Capital Management, Inc. mit Unterstützung von Swiss Medical Network SA zum Erwerb der Immobilien und des Betriebs (siehe unten)
- Angebot von Infracore SA zum Erwerb der Immobilien (siehe unten)

Alle Angebote wurden eingehend auf ihre Umsetzbarkeit, Tragbarkeit und Nachhaltigkeit geprüft. Insbesondere wurden Risiken und Chancen folgender Varianten geprüft:

A. Umwandlung von Forderungen in Aktien der GZO AG (Debt-for-Equity-Swap) oder anderweitige Eigenkapitalbeteiligung der Nachlassgläubiger (etwa in Form von Partizipations- oder Genussscheinen)

Bei dieser Variante hätten Gläubiger ihre Forderungen in Aktien oder Partizipationsscheine umgewandelt oder Nachlassgläubigern wären nennwertlose Genussscheine zugewiesen worden. Gläubiger wären so zu Miteigentümern der GZO AG geworden.

Die Statuten der GZO AG schliessen es aus, dass Dividenden ausgerichtet werden, welche eine angemessene Verzinsung des liberierten Gesellschaftskapitals übersteigen (Art. 22 der Statuten). Diese Beschränkung ist infolge der Steuerbefreiung der GZO AG zwingend erforderlich. Einer Eigenkapitalbeteiligung der Gläubiger kann daher kein relevanter Wert zugemessen werden. Hinzu kommt, dass die Zuteilung von nicht bzw. nur schwer handelbaren Eigenkapitalanteilen an die Gläubiger nachlassrechtlich problematisch wäre. Zudem hätte eine grosse Anzahl von zusätzlichen Aktionären mit jeweils kleinen Anteilen die strategische Planung und Entscheidungsfindung erschwert. Schliesslich haben die Aktionärsgemeinden signalisiert, dass sie eine Eigenkapitalbeteiligung der Gläubiger nicht unter-

stützen würden. Einzelne Abstimmungsunterlagen schliessen Eigenkapitalbeteiligungen ausdrücklich aus, so dass ein entsprechender Vorschlag der GZO AG den Beitrag der Aktionärgemeinden von 50 Millionen Franken zur Sanierung gefährdet hätte.

Aus diesen Gründen wurde dieser Ansatz nicht weiterverfolgt. Dessen Kernidee – eine Beteiligung der Nachlassgläubiger am künftigen Geschäftserfolg der GZO AG – floss jedoch über die bedingungslos geschuldete Festdividende 2 (gestundete Dividende) und die Top-up Dividende 2 in das Sanierungskonzept ein. Letztere sichert den Gläubigern eine Beteiligung an einem künftigen EBITDA-Überschuss.

B. Ausgabe von Besserungsscheinen

Eng verwandt mit einer Eigenkapitalbeteiligung der Gläubiger ist das vertragsrechtliche Instrument eines Besserungsscheins. Dabei handelt es sich um bedingte Zahlungsversprechen der GZO AG, die an bestimmte Profitabilitätskriterien geknüpft sind.

Dieser Ansatz wurde in zwei Elementen aufgenommen: Der unbedingten Festdividende 2 und der Top-up Dividende 2, die den Gläubigern eine Beteiligung an einem künftigen EBITDA-Überschuss zusichert. Die wesentliche Begrenzung bleibt der operative Geldfluss gemäss Business Plan. Die umgesetzten Elemente sind darauf abgestimmt und nach Einschätzung von GZO AG nachhaltig tragbar.

C. Auffanggesellschaft

Es wurden diverse Strukturen unter Einsatz einer Auffanggesellschaft geprüft. Einerseits wurde erwogen, das operative Geschäft auf eine neue Auffanggesellschaft auszulagern und die Gebäude sowie das Land in der GZO AG zu belassen. Die Auffanggesellschaft müsste in dieser Struktur Miete an die GZO AG entrichten würde. Alternativ wurde erwogen, den Betrieb und die Immobilien gesamthaft in eine Auffanggesellschaft zu transferieren und diese entweder exklusiv oder aber anteilig den Gläubigern zuzuweisen.

Die entscheidenden Leistungsaufträge sind fest an die GZO AG als Rechtsträger gebunden. Eine automatische Übertragung dieser Aufträge auf eine neue Gesellschaft wurde von der Gesundheitsdirektion mehrfach abgelehnt. Stattdessen wird eine Neuausschreibung unter Einbindung anderer Interessenten gefordert, was mit erheblichen Unsicherheiten für die

Auffanggesellschaft verbunden ist. Ohne gesicherte Leistungsaufträge und tragfähige Mietkonditionen ist diese Lösung somit nicht realisierbar.

D. Gründung einer Immobiliengesellschaft unter Beteiligung der Gläubiger

Bei dieser Variante hätte eine Auffanggesellschaft Gebäude und Land übernommen. Die Gläubiger wären über einen Debt-for-Equity-Swap an dieser Immobiliengesellschaft beteiligt. Die GZO AG hätte den operativen Spitalbetrieb weitergeführt und der neuen Gesellschaft Miete bezahlt.

Eine solche Struktur ist im Rahmen eines Nachlassvertrags selten und mit erheblicher Komplexität und Unsicherheit verbunden. Zudem bestehen regulatorische Hürden: Eine reine Immobiliengesellschaft, die von einer Mehrzahl wirtschaftlich nicht verbundener Personen gehalten wird, qualifiziert als kollektive Kapitalanlage und erfordert eine Bewilligung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Eine solche Bewilligung könnte aufgrund der strikten regulatorischen Vorgaben des Kollektivanlagegesetzes nicht erlangt werden.

E. Verkauf des Spitalbetriebs oder der Immobilien

Weiter prüfte die GZO AG auch den Verkauf des gesamten Spitalbetriebs (mit oder ohne Immobilien) sowie den Verkauf der Immobilien allein. Während der Nachlassstundung ging bei der GZO AG das nachstehend detaillierter ausgeführte Angebot von Kawa / SMN für einen Erwerb des Spitalbetriebs und der Immobilien ein. Eine weitere Offerte von Evolva an die Aktionärsgemeinden zum Kauf der Aktien der GZO AG wurde von den Aktionärsgemeinden abgelehnt.

Angebot von Kawa Capital Management, Inc. mit Unterstützung von Swiss Medical Network SA zum Erwerb der Immobilien und des Spitalbetriebs

Im März 2026 unterbreitete Kawa Capital Management, Inc. der GZO AG ein Kaufangebot für Immobilien und Spitalbetrieb. Swiss Medical Network SA sicherte betreiberseitig ihre Unterstützung des Kaufangebots zu und bot die Weiterführung des Betriebs an.

GZO AG hat das Angebot eingehend geprüft und das komplexe Vertragswerk zum Vollzug der Transaktion kommentiert. In Bezug auf die zentrale Vollzugsbedingung der Übertragbarkeit der Leistungsaufträge gab es über die vergangenen Monate keine erkennbaren Fortschritte. Die GZO AG verfügte bis Ende August 2026 über keine Hinweise, dass Swiss Medical Network SA einen Antrag an die Gesundheitsdirektion des Kanton Zürich betreffend Übertragung von Leistungsaufträgen eingereicht hätte.

Die Vertragsverhandlungen führten zudem die erhebliche zusätzliche Komplexität dieser Transaktion vor Augen, namentlich in Bezug auf Mitarbeiterbindung, den Umgang mit Schwankungen

beim Umlaufvermögen bei einem festen Kaufpreis, die Abgrenzungsthemen bei Verbindlichkeiten, das Debitorenmanagement über das Closing hinaus sowie den Datenschutz. Für diese Themen sind keine einfachen Lösungen erkennbar, was voraussichtlich zu längeren Vertragsverhandlungen und damit zu einem erheblichen Zeitverlust führen wird.

Die Vertragsverhandlungen haben bei der GZO AG substanzielle Kosten verursacht, die letztlich zulasten der Gläubigersamtheit gehen. Eine Kostenübernahme für den Fall des Nichtzustandekommens der Transaktion wurde von Kawa mehrfach abgelehnt.

Nach Einschätzung der GZO AG bestand damit keine realistische Aussicht mehr auf einen Vollzug der Veräusserung der Immobilien und des Spitalbetriebes gemäss dem ursprünglichen Angebot von Kawa Capital Management, Inc. (mit Unterstützung von Swiss Medical Network SA). GZO AG hat daher das Angebot nicht weiterverfolgt.

Die GZO AG hat auch verschiedene, auf Immobilien beschränkte Transaktionen erwogen bzw. geprüft. Dabei waren aber folgende Restriktionen zu beachten:

Gemäss gültigem Gestaltungsplan sind Land und Gebäude ausschliesslich für den Spitalbetrieb vorgesehen (zwingende Nutzungsbindung). Im kantonalen Richtplan ist das Areal für Akutsomatik und Rehabilitation vorgesehen. Zudem erschweren Bauhandwerkerpfandrechte, Denkmalschutz sowie Bereinigung von Bauschadstoffen die Verwertbarkeit erheblich.

Der Verkauf einzelner nicht betriebsnotwendiger Liegenschaften wurde ebenfalls erwogen, um das Dividendenversprechen an die Gläubiger aufzubessern. Da jedoch einzelne Aktionärsgemeinden in ihren Abstimmungsunterlagen einen Verkauf von Liegenschaften ausdrücklich ausschlossen, wurde dieser Ansatz nicht weiterverfolgt, um die Aktienkapitalerhöhung und damit den Beitrag der Aktionärsgemeinden von 50 Millionen Franken nicht zu gefährden. Im Gegenzug wurde die Festdividende 2 unbedingt ausgestaltet.

Ein Angebot von Infracore SA wurde aber vertieft geprüft.

Angebot von Infracore SA zum Erwerb der Immobilien

1. ERSTANGEBOT

Ende Juli 2026 machte die Infracore SA der GZO AG ein verbindliches Angebot für den Erwerb der Immobilien der GZO AG im Rahmen einer Sale and Lease-back-Transaktion (SLB). Das Angebot stand weder unter einem Finanzierungsvorbehalt noch unter dem Vorbehalt einer umfassenden operativen oder finanziellen Due Diligence. Entwürfe für einen Kaufvertrag und für einen Mietvertrag lagen dem Angebot nicht bei.

Zeitliche Einordnung

Das Angebot wurde der GZO AG Mitte Juli an einem Telefonat zur Transaktion mit Kawa Capital Management, Inc. bzw. Swiss Medical Network SA angekündigt. Infracore SA ist mit Swiss Medical Network SA verbunden und deren Verhandlungsteams waren weitgehend identisch. Zu diesem Zeitpunkt befand sich die GZO AG mit den erwähnten Parteien seit Monaten in Verhandlungen zum Erwerb der Immobilien und des Spitalbetriebs. Dabei waren alle involvierten Personen über die massgeblichen Fristigkeiten informiert. Eine Deadline für eine unterzeichnete Transaktion per 30. Juni 2026 wurde seitens der GZO AG letztmals bis am 31. Juli 2026 verlängert. Grund für diese Deadline ist die enge Taktung des Nachlassverfahrens, welches zwingend bis am 19. Dezember 2026 abgeschlossen sein muss. Gleichwohl ging das Angebot von Infracore SA erst am 29. Juli 2026 ein.

Eckwerte des Angebots

Gegenstand der vorgeschlagenen Transaktion sind die Parzellen im Eigentum der GZO AG mit einer Landfläche von 58'130 m² sowie alle sich darauf befindlichen Gebäude und Anlagen, inkl. dem unvollendeten Erweiterungsbau im aktuellen Bauzustand. Der Transaktionsperimeter schliesst explizit die betrieblichen Aktiven des GZO aus, insbesondere die medizinische und sonstige Ausrüstung, die (Mieter-) Ausbauten, das Mobiliar, die Fahrzeuge, die Vorräte und die IT-Infrastruktur. Auch Forderungen und flüssige Mittel der Spitalbetriebsgesellschaft sind nicht Gegenstand der Immobilientransaktion.

Der Verkaufspreis für das gesamte Immobilienportfolio der GZO AG inkl. unbebaute Parzellen und unvollendetem Erweiterungsbau wird auf 55 Millionen Franken veranschlagt.

Der Mietvertrag soll gemäss Vorschlag von Infracore SA alle Liegenschaften der GZO AG abdecken, wobei die Miete gesplittet wird in einen Teil 1 mit Haus A (Hauptgebäude exkl. Erweiterungsbau) und Haus B (Westtrakt) für eine jährliche Anfangsmiete von 3 Millionen Franken und einen Teil 2 (alle übrigen Objekte) für eine jährliche Anfangsmiete von 0.997 Millionen Franken. Bei einem Kaufpreis von 55 Millionen Franken entspricht die Miete von 3.997 Millionen Franken einer Verzinsung des eingesetzten Kapitals von 7.27 %.

Beim Mietvertrag handelt es sich um einen Core & Shell (Dach & Fach) Mietvertrag. Das Schnittstellenpapier im Anhang des Angebots regelt die Unterhaltspflichten: Die grosse Mehrheit der Unterhalts-, Instandsetzungs- und Betriebskosten geht gemäss diesem Schnittstellenpapier zulasten der GZO AG. Der Vermieter ist zuständig für den Rohbau, die Gebäudehülle (Dach, Fassade, Fenster) sowie Leitungen bis zur Etage (Steigzone). Diese Positionen werden nur bei grosszyklischen Sanierungen angefasst. Daher müssten sämtliche Unterhalts-, Instandsetzungs- und Betriebskosten ausserhalb der Gebäudestruktur durch die Mieterin organisiert und finanziert werden.

Wirtschaftliche Prüfung

Die wirtschaftliche Prüfung dieses Angebots wurde basierend auf dieser zugesicherten Verbindlichkeit umgehend in Auftrag gegeben. Die wirtschaftliche Prüfung durch den Finanzberater PwC erfolgte dabei auf folgender Basis:

- Die Investitionsplanung für die Jahre 2026 bis 2035 bildet die einheitliche Grundlage der verschiedenen Sanierungs- und Finanzierungsvarianten. Dabei wird in sämtlichen Ausgestaltungen der Minimalvariante die Anbindung des Altbaus an die Haustechnik im Erweiterungsbau über den «Rohbau+» zugrunde gelegt.
- Bereits seit Oktober 2024 wird diese Lösung sowohl aus betrieblicher als auch aus finanzieller Sicht als sinnvollste Variante beurteilt, da wesentliche bestehende Anlagen im Altbau das Ende ihrer Nutzungsdauer erreicht haben und eine Erneuerung der entsprechenden Technik im Altbau mit höheren Kosten und einer weniger nachhaltigen Lösung verbunden wäre. Diese Einschätzung hat sich nach mehrfacher Prüfung bestätigt und gefestigt. Vor diesem Hintergrund hatten sich die Aktionärsgemeinden (mit Ausnahme von Bubikon) bereit erklärt, für den Rohbau+ Mittel von CHF 20 Mio. bereitzustellen.
- Um die verschiedenen Sanierungs- und Finanzierungsvarianten auf einer vergleichbaren Grundlage beurteilen zu können, wurde die Umsetzung des Rohbau+ daher auch der Sale and Lease-back-Variante zugrunde gelegt, obwohl deren Umsetzung im Infracore-Angebot nicht verbindlich zugesagt ist und von der Zustimmung bzw. Mitwirkung von Infracore SA sowie der wirtschaftlichen Tragbarkeit der zusätzlichen Mietverpflichtungen abhängt.
- Für die Sale and Lease-Back-Variante wurden die anfallenden Kosten in Anlehnung an das Infracore-Angebot (Core & Shell)

und das Schnittstellenpapier indikativ zwischen der GZO AG und Infracore SA aufgeteilt. Das Angebot sieht wie erwähnt nicht vor, dass mit dem Verkauf der Immobilien sämtliche künftigen Investitionen auf Infracore SA übergehen. Im vorgesehenen Core-&-Shell-Modell verbleibt vielmehr ein wesentlicher Teil der künftigen betrieblichen, technischen und mieterspezifischen Infrastrukturinvestitionen in der Verantwortung der GZO AG. Dies gilt auch für den Rohbau+: Infracore SA übernimmt diejenigen Investitionen, die gemäss Schnittstellenpapier der Vermieterseite zuzuordnen sind, während die übrigen erforderlichen Investitionen weiterhin durch die GZO AG zu tätigen wären.

- Gestützt auf eine entsprechende Bestätigung der Aktionärsgemeinden konnte deren Kapitalerhöhung über CHF 50 Mio. im Sale and Lease-back-Szenario nicht berücksichtigt werden. Im Sanierungskonzept der GZO AG ermöglicht die Aktienkapitalerhöhung die Ausschüttung aller verfügbaren liquiden Mittel an die Gläubiger. Im Falle einer Sale and Lease-back-Transaktion entfällt diese Re-Kapitalisierungsmöglichkeit durch die Gemeinden. Die Kaufpreiszahlung muss überwiegend die wegfallenden Mittel aus der Aktienkapitalerhöhung ersetzen und steht damit

nicht zur Ausschüttung an die Gläubiger zur Verfügung.

- Auch das Angebot der thurmed AG stünde bei einer Sale and Lease-back-Transaktion nicht zur Verfügung, womit die bereits ausgehandelte Option entfällt, über die Kapitalbeteiligung der thurmed den langfristigen Weiterbetrieb des GZO nachhaltig zu stärken.

Die Prüfung durch PwC zeigte, dass das Angebot kein finanziell tragbares Szenario ermöglicht, welches gleichzeitig auch zu einer erhöhten Dividendenerwartung für die Gläubiger unter dem Nachlassvertrag führt. Selbst wenn man die Verteilung der Investitionslast für den «Rohbau+» nicht gemäss dem Schnittstellenpapier des Angebots vornehmen, sondern vollumfänglich bei Infracore SA allozieren würde, änderte dies am Endergebnis der Berechnung nichts; eine für GZO AG tragbare Lösung würde nicht dazu führen, dass den Gläubigern eine höhere Dividende offeriert werden könnte. Grund hierfür sind vorab die zusätzlichen Mietaufwendungen unter der Sale and Lease-back-Transaktion.

Prüfung Umsetzbarkeit des Angebots

Ergänzend zur wirtschaftlichen Prüfung des Angebots von Infracore SA musste die GZO AG dessen Umsetzbarkeit ebenfalls sorgsam prüfen. Grund hierfür ist, dass ein Nachlassvertrag nicht basierend auf einem blossen Angebot formuliert werden

kann. Vielmehr ist eine bindende vertragliche Grundlage erforderlich, deren Vollzug gesichert ist.

- **Verbindlicher Vertrag:** Dem Angebot von Infracore SA von Ende Juli waren keine Entwürfe des Kaufvertrages und des Mietvertrages beigelegt. Hierbei handelt es sich um komplexe Vertragswerke, die typischerweise über Wochen, wenn nicht Monate, verhandelt werden.
- **Löschung Bauhandwerkerpfandrechte:** Der Vollzug des Infracore-Angebots steht unter dem im Angebot ausgeführten Vorbehalt, dass sämtliche auf den Liegenschaften eingetragenen oder angedrohten Bauhandwerkerpfandrechte gelöscht sind. GZO AG kann dies nur teilweise kontrollieren, da noch verschiedene Gerichtsverfahren hängig sind. Andererseits könnte Zeitdruck zu ungünstigen Ergebnissen führen, die unter der Top-up Dividende 1 bzw. 3 zulasten der Gläubiger gehen würden.
- **Verbindliche Management-, Kooperations- oder vergleichbare Vereinbarung mit einer etablierten Spitalgruppe:** Die Transaktion setzt auch voraus, dass die GZO eine verbindliche Management-, Kooperations- oder vergleichbare Vereinbarung mit einer etablierten Spitalgruppe abschliesst, welche den langfristigen Weiterbetrieb des Spitals

fachlich und betrieblich unterstützt. Die Aushandlung solcher verbindlicher Vereinbarungen ist aufwändig, so dass eine rasche Umsetzung nicht absehbar ist.

Der Verwaltungsrat der GZO AG musste dies bei seiner Entscheidung ebenfalls berücksichtigen. Ein Nachlassvertrag kann wie erwähnt nicht basierend auf einem blossen Angebot formuliert werden. Vielmehr ist eine bindende vertragliche Grundlage erforderlich, deren Vollzug gesichert ist. Das ist bei der Offerte von Infracore SA nicht der Fall.

Die GZO AG hat sich entschieden, das Erstangebot der Infracore SA für eine Sale and Lease-back-Transaktion aus den ausgeführten Gründen nicht weiterzuverfolgen.

Die Nichtweiterverfolgung des Angebots von Infracore SA wurde dieser am folgenden Tag mündlich mitgeteilt und schriftlich bestätigt. Im Anschluss daran erfolgte ein schriftlicher Austausch zwischen den Parteien.

2. ERGÄNZTES ANGEBOT

Auf Empfehlung der Sachwalter suchte die GZO AG nochmals den Kontakt mit Infracore SA. Am Dienstag, 15. September 2026 konnte auf Initiative der GZO AG kurzfristig ein Gespräch mit Infracore SA vereinbart werden.

Im Anschluss an dieses Treffen wurden GZO AG am 16. September der am Vortag präsentierte Foliensatz

und ein Begleitschreiben zugestellt, in dem Infracore SA ihr verbindliches Angebot vom 29. Juli 2026 ergänzte und bis zum 31. Oktober 2026 verlängerte.

Dass Infracore SA ihr ursprüngliches Angebot von Ende Juli vor allem mit denkbaren Finanzierungsinstrumenten ergänzt hat, bestätigt die bisherige Beurteilung der GZO AG: Das ursprüngliche Angebot war nicht ausreichend, um die Voraussetzungen für eine tragfähige und nachhaltige Sanierungslösung zu erfüllen.

Eckwerte des ergänzten Angebots

Der Kaufpreis für den Erwerb sämtlicher Grundstücke und Gebäude der GZO AG einschliesslich des unvollendeten Erweiterungsbaus bleibt unverändert bei 55 Millionen Franken.

Neu sind folgende Finanzierungselemente:

- Fertigstellung des «Rohbau+»: Infracore SA stellt die vollständige immobilienbezogene Finanzierung des «Rohbau+» in Aussicht. Der zeitliche Rahmen für die Realisierung des «Rohbau+» bleibt aber unbestimmt. Auch wird die vorgängige operative und finanzielle Stabilisierung als Vorbedingung beibehalten, ohne die entsprechenden Anforderungen zu spezifizieren. Die von Infracore SA finanzierten Investitionen sind in Folge über eine angemessene zusätzliche Miete abzugelten. Weder die genaue Höhe der zusätzlichen Miete

noch die Parameter zu deren Bestimmung werden im ergänzten Angebot erwähnt.

- Subsidiäre Back-stop Finanzierung: Zur Sicherstellung der Betriebsmittelfinanzierung erklärt sich Infracore SA bereit, eine Finanzierung von bis zu 80% des jeweils anrechenbaren Debitorenbestands von GZO zu marktüblichen Bedingungen bereitzustellen, sollte es nicht gelingen, bis Ende Q3 2027 eine angemessene bankseitige Debitorenfinanzierung zu etablieren. Konditionen der Back-stop Finanzierung werden im ergänzten Angebot nicht spezifiziert und sollen offenbar erst im Q3 2027 ausgehandelt werden.
- Zusätzlicher Liquiditätspuffer: Infracore SA erklärt sich bei Bedarf bereit, eine kurzfristige Finanzierung von bis zu 10 Millionen Franken zur Verfügung zu stellen. Konditionen dieser Finanzierung werden im ergänzten Angebot nicht definiert.

Zudem ist der Spitalverbund keine Vollzugsvoraussetzung mehr. GZO AG wird bis Ende 2028 Zeit eingeräumt, einem Spitalverbund beizutreten. Die Rechtsfolgen, welche bei einem Fristversäumnis eintreten, werden im überarbeiteten Angebot nicht spezifiziert.

Die Ablösung der Bauhandwerkerpfandrechte wird als Grundsatz als Vollzugsbedingung beibehalten.

Infracore SA erklärt sich aber bereit, gegen nicht weiter ausgeführte Absicherungsmechanismen pragmatische Lösungen zu vereinbaren. Was dies bedeutet, bleibt unklar.

Das ergänzte Angebot umfasst keine vertraglich ausgearbeitete Fassung der diversen Verträge.

Gesamtabwägung des ergänzten Angebots

Für die Gesamtbeurteilung des ergänzten Angebots waren aus Sicht der GZO AG namentlich folgende Punkte ausschlaggebend.

- **Unrealistischer Zeitrahmen zur Aushandlung der notwendigen Verträge mit ausgewogenem Verhandlungsergebnis** (Grundstückkaufvertrag, Mietvertrag, Darlehensvertrag für Bridge Finanzierung und Darlehensvertrag für Back-stop Finanzierung): Dem ergänzten Angebot wurden keine ausgearbeiteten Vertragsfassungen beigelegt. Wesentliche ökonomische Parameter der Transaktion wurden nicht beziffert, Vollzugsbedingungen bzw. alternative Konzepte (Bauhandwerkerpfandrechte) bleiben unklar und der Realisierungszeitpunkt für den «Rohbau+» als notwendige Grundlage für den Business Plan der GZO AG ist unbestimmt. Die Verhandlung dieser zentralen Aspekte eines überaus komplexen und langfristigen Vertragswerks kann nicht innert weniger Tage erfolgen. Sie bedarf nach Einschätzung der Rechtsvertreter der GZO AG, Lenz & Staehelin, mindestens mehrerer Wochen. Infracore SA verhandelte nach eigenen Angaben über zwei Jahre mit dem See-Spital Horgen, bis die Sale-and-Lease-Back-Transaktion vollzogen werden konnte. Angesichts

der auslaufenden Nachlassstundung und des Zeitbedarfs für seriöse, ein ausgewogenes Ergebnis gewährleistende Verhandlungen stellen sich erhebliche Risiken für das Nachlassverfahren. Kann dieses nicht rechtzeitig abgeschlossen werden, droht der Konkurs der GZO AG.

- **Hohes Risiko einer fehlenden nachhaltigen Wirtschaftlichkeit:** Die vollständige Ausschüttung des Verkaufserlöses von 55 Millionen Franken ist gemäss Berechnungen der GZO AG selbst bei vollständiger und dauerhafter Nutzung der von Infracore SA in Aussicht gestellten Fremdfinanzierungen im Maximalbetrag von rund 28 Millionen Franken nicht tragbar. Eine Finanzierungslücke entsteht bereits 2028. Eine reduzierte Sofortausschüttung an die Gläubiger von 32 Millionen Franken (was nominal dem Wandelanleihen von 7 Millionen Franken plus dem Betrag der gestundeten Ausschüttung (Festdividende 2) von 25 Millionen Franken vom Sanierungsplan GZO (Plan A+) entspricht) weist zwar bei einer Beanspruchung der von Infracore SA in Aussicht gestellten Fremdfinanzierungen keine Finanzierungslücke auf. Doch selbst in diesem Szenario bleibt die Ergebnislage knapp beziehungsweise leicht negativ. Der Betriebsgewinn auf Stufe EBIT re-

duziert sich gegenüber dem Sanierungsplan GZO (Plan A+) erheblich und das Jahresergebnis wird in einigen Jahren negativ. Es besteht das Risiko, dass infolge ungünstiger Konditionen und Abufvoraussetzungen der noch nicht ausgehandelten Finanzierungsinstrumente erneut Finanzierungslücken entstehen. Erstes Feedback von Banken (u.a. ZKB) zeigt, dass die Beschaffung einer alternativen Finanzierung zu Infracore SA schwierig und kostspielig wäre.

- **Nominal (ohne Diskontierung) im Wesentlichen unveränderte Dividendenerwartung:** Unter der Annahme, dass die reduzierte Ausschüttung von 32 Millionen Franken umgesetzt werden könnte, könnte die initiale Dividendenausschüttung an die Gläubiger erhöht werden. Dies setzt aber voraus, dass die von Infracore SA in Aussicht gestellten Fremdfinanzierungen verfügbar sind, das möglicherweise bei Vollzug der Transaktion nicht bereinigte Bauhandwerkerpfandrecht von Steiner nicht zusätzlich abgesichert werden muss (s. nachstehend) und der Rückstand im Forderungsinkasso infolge Umstellung von Tarmed auf Tardoc anderweitig abgedeckt werden kann. Gelingt dies nicht, müsste auch unter einem Nachlassvertrag basierend auf dem Angebot von Infracore SA eine

gestundete Festdividende eingeführt werden. Insgesamt bliebe die Dividendenschätzung auf nominaler Basis (also ohne Diskontierung) im Wesentlichen unverändert zu Plan A+.

- **Risiko des provisorisch eingetragenen Bauhandwerkerpfandrechts von Steiner AG resp. deren Rechtsnachfolgerin** in Höhe von 25 Millionen Franken. Dieses Pfandrecht ist Gegenstand eines hängigen Rechtsstreits beim Handelsgericht Zürich und müsste nach den Bedingungen des ergänzten Angebots entweder per Vollzug abgelöst werden oder bis zur rechtsgültigen Klärung angemessen abgesichert werden. GZO AG hat zwar eine Rückstellung im Betrag von 20 Millionen Franken geäußert, die gemäss Angebotsbestimmungen bei der GZO AG verbleibt. Diese sichert aber zwei verschiedene Risiken aus dem Steiner-Komplex ab (Masseverbindlichkeit infolge Garantieruf und Bauhandwerkerpfandrecht für geltend gemachten Werklohn etc.). Bleiben die Risiken bei GZO AG (wie unter dem Sanierungsplan A+), vermag die Rückstellung nach Einschätzung von GZO AG beide Risiken hinreichend abzudecken. Werden die Risiken aber über eine Verkaufstransaktion separiert, führt dies mutmasslich dazu, dass die Rückstellung vergrößert werden

muss. GZO AG muss infolge gesetzlicher Anforderungen weiterhin in der Lage sein, die potentielle Masseverbindlichkeit vollständig zu decken. Und Infracore SA wird darauf bestehen, dass das Risiko einer Pfandbelastung der von ihr erworbenen Liegenschaften hinreichend abgesichert ist. Im Umfang dieser Absicherung müsste eine Ausschüttung an die Gläubiger vorerst unterbleiben. Es resultierte dann auch unter einem Nachlassvertrag basierend auf dem Angebot von Infracore SA eine gestundete Festdividende.

- **In der Branche bis anhin kaum genutztes Instrument der Debitorenfinanzierung:** Dem Verein der Zürcher Krankenhäuser ist kein Zürcher Spital bekannt, das auf eine Debitorenfinanzierung zurückgreift. Entsprechende Transaktionen werden zwar im Westschweizer Markt getestet, sind aber aufgrund verschiedener rechtlicher Themen nach Einschätzung von Lenz & Staehelin noch nicht weit verbreitet. Während sich Aspekte des Datenschutzes bzw. des Arztgeheimnisses wohl lösen lassen, sehen Vereinbarungen mit Krankenkassen teilweise Abtretungsverbote vor. Letzteres hat sich in früher angedachten Transaktionen als Stolperstein erwiesen. Ungeklärt ist zudem, wie mit Schwankun-

gen beim Debitorenbestand umgegangen werden soll, um kurzfristig Finanzierungslücken zu vermeiden.

- **Rechtliche Umsetzungsrisiken:** Bewilligungen u.a. unter Lex Koller sind mutmasslich weiterhin erforderlich und könnten bei Nichterteilung zu einer Ausklammerung der betreffenden Grundstücke und damit zu einer Kaufpreisminderung führen.

Auch das ergänzte Angebot weist damit zu viele offene Punkte auf. Es kann nicht innert weniger Tage in eine belastbare und ausgewogene Vertragsdokumentation überführt werden. Zahlreiche Vorbehalte schränken die Verbindlichkeit der Konditionen und die Finalität der Umsetzbarkeit ein und müssten in Verhandlungen ausgeräumt werden. Entsprechende Verhandlungen würden mindestens einige Wochen dauern. Diese Zeit steht der GZO AG aber nicht zur Verfügung, ohne den fristgerechten Abschluss des Nachlassverfahrens zu riskieren. Rechtsfolge wäre der Konkurs der GZO AG, den es zu verhindern gilt. Und selbst wenn alle Vorbehalte ausgeräumt werden könnten, bleibt die nachhaltige Wirtschaftlichkeit gefährdet.

Aus diesen Gründen hat der Verwaltungsrat nach eingehender Abwägung aller Handlungsoptionen und unter Berücksichtigung seiner Sorgfalts- und Treuepflichten entschieden, auch das ergänzte Angebot der Infracore SA nicht weiterzuverfolgen und den Gläubigern keinen alternativen Nachlassvertrag vorzulegen.

G. Verkauf von Beteiligungen

Die GZO AG hält verschiedene Beteiligungen mit einem Buchwert von ca. 2 Millionen Franken (darunter eine 100%-Beteiligung an der GZO Partner AG und eine 49.5%-Beteiligung an der Regio 144 AG). Auf Anregung aus dem Gläubigerausschuss wurde deren Verkauf geprüft.

Der Verkauf hätte einen negativen Einfluss auf die Finanzplanung und den operativen Spitalbetrieb. Damit wäre die Tragbarkeit und Nachhaltigkeit des Sanierungskonzepts in Frage gestellt. Angesichts des ohnehin beschränkten Erlöspotentials wurde daher auf dieses Element verzichtet und im Gegenzug die Festdividende 2 unbedingt ausgestaltet.

H. Umschuldung

Unter dieser alternativen Struktur hätten bestehende Kredite bzw. anderweitige Verbindlichkeiten durch neue Schuldinstrumente ersetzt werden sollen.

Die GZO AG hat eine Kreditablösung bereits vor der provisorischen Nachlassstundung umfassend geprüft. Alle angefragten Finanzinstitute machten deutlich, dass eine Refinanzierung ausschliesslich unter zwei Voraussetzungen in Betracht käme: einer bestehenden Staatsgarantie sowie einer vorab bereinigten Schuldenstruktur. Der Kanton Zürich hat die verlangte Staatsgarantie mehrfach abgelehnt. Damit erwies sich die bankenfinanzierte Umschuldung als untauglicher Weg. Auch der Spitalfinanzierungsmarkt bietet keine alternativen Lösungen, und Kapitalmarktinstrumente stehen für diesen Zweck nicht zur Verfügung.

Die GZO AG hat auch eine Umschuldung unter ausschliesslicher Beteiligung ihrer Finanzgläubiger erwogen. Diese wäre über ein Umtauschangebot erfolgt, unter dem die Finanzgläubiger auf einen erheblichen Teil ihrer Forderungen verzichtet hätten. Zinsenlast und Amortisationsplan unter dem neu auszugebenden Instrument wären so ausgestaltet worden, dass deren Tragbarkeit sichergestellt wäre. Angesichts dieser ökonomischen Rahmenbedingungen resultierte aber kein messbarer Mehrwert für die Finanzgläubiger. Zudem war absehbar, dass die Aktionärsgemeinden eine derartige Struktur nicht unterstützt hätten.

Eine umfassende Umschuldung erwies sich daher als nicht umsetzbar. Eine teilweise Umschuldung erfolgt demgegenüber im Umfang der Festdividende 2. Hinsichtlich Höhe und Auszahlungszeitpunkten wurden diverse Varianten erwogen. Das nun unterbreitete Angebot der GZO AG ist das Ergebnis umfassender Tragbarkeits- und Sensitivitätsanalysen.

I. Ausrichtung eines Baurechtszinses

Auf Anregung einzelner Gläubiger und des Gläubigerausschusses wurde schliesslich eine Lösung geprüft, bei der die GZO AG den Aktionärsgemeinden die Liegenschaften verkauft hätte unter gleichzeitiger Rückeinräumung eines Baurechts. Die Aktionärsgemeinden hätten sich weiter dazu verpflichten müssen, den von der GZO AG inskünftig entrichteten Baurechtszins grossmehrheitlich an die Gläubiger zuzuweisen.

Die Umsetzung wäre mit erheblicher Komplexität verbunden und würde zusätzliche Risiken sowie rechtliche Fragen aufwerfen. Zudem findet diese Variante keine Unterstützung durch die Aktionärsgemeinden, deren Sanierungsbeitrag in einem von der Volksabstimmung nicht abgedeckten Betrag erhöht würde. Im Gegenzug wurde aber die Festdividende 2 unbedingt ausgestaltet, was aus Sicht der GZO AG für die Gläubiger einen erheblichen Mehrwert verspricht.