

Leseprobe zu



Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.)

Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt

3. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, 2013, 1722 Seiten, gebunden, Handbuch, 16 x 24cm
ISBN 978-3-504-40096-5

229,00 €

§ 18 High Yield Anleihen

Stephan Hutter*

<p>I. Einführung 1</p> <p>1. Entwicklung des High Yield Anleihemarktes 5</p> <p>2. Besonderheiten 10</p> <p>3. Anwendungsbereiche 17</p> <p>4. Zielgruppe und Platzierungspraxis 18</p> <p>5. Anwendbares Recht 24</p> <p>II. Struktur von High Yield Transaktionen</p> <p>1. Ausfallrisiko als bestimmender Faktor 29</p> <p>2. Herstellung des Rangverhältnisses 31</p> <p>3. Sicherheitenstruktur 35</p> <p>4. Einordnung in Kapitalstruktur des Emittenten 38</p> <p>III. Bedeutung von Ratings 43</p> <p>IV. Wesentliche Elemente der High Yield Dokumentation</p> <p>1. Übersicht 48</p> <p>2. Offering Memorandum 50</p> <p>3. Anleihebedingungen (<i>Indenture</i>) 54</p> <p>4. Intercreditor Agreement 57</p> <p>5. Sicherheitendokumente 59</p> <p>6. Weitere Vertragsbeziehungen 60</p> <p>7. Disclosure Letters und Comfort Letters 61</p> <p>V. Anleihtreuhänder (<i>Trustee</i>) und Gemeinsamer Vertreter 62</p> <p>VI. Zusicherungen (<i>Covenants</i>)</p> <p>1. Allgemeines 67</p> <p>2. Fortlaufende vs. ereignisbezogene Covenants 68</p> <p>3. Credit Circle 71</p> <p>4. Covenant Package und Preisfindung 74</p>	<p>5. Ausgewählte Covenants</p> <p>a) Limitation on Indebtedness 78</p> <p>b) Limitation on Restricted Payments 80</p> <p>c) Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries 81</p> <p>d) Limitation on Issuance and Sale of Capital Stock of Restricted Subsidiaries 83</p> <p>e) Limitation on Issuance of Guarantees of Indebtedness by Restricted Subsidiaries 84</p> <p>f) Limitations on Transactions with Shareholders and Affiliates 85</p> <p>g) Limitations on Liens 86</p> <p>h) Limitations on Asset Sales 87</p> <p>i) Reporting Covenant 88</p> <p>j) Repurchase upon Change of Control 90</p> <p>k) Consolidation, Merger, Sale of Assets 91</p> <p>VII. Änderungen der Anleihebedingungen</p> <p>1. Amendments and Waivers 92</p> <p>2. Consent Solicitation 95</p> <p>3. Änderungsbeschlüsse der Gläubiger gemäß Schuldverschreibungsgesetz 99</p> <p>VIII. Rückkauf und Kündigung der Anleihe</p> <p>1. Vorzeitiger Rückkauf (<i>Early Redemption</i>) 101</p> <p>2. Tender Offer und Exchange Offer 105</p> <p>3. Defeasance, Satisfaction and Discharge 107</p> <p>4. Events of Default 110</p>
--	--

Schrifttum: *Ackermann/Jäckle*, Ratingverfahren aus Emittentensicht, BB 2006, 878; *Altman/Nammacher*, Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market, 2002; *American Bar Foundation*, Commentaries on Model Debenture *Indenture* Provisions, 1986; *Auerbach* (Hrsg.), Mergers and Acquisitions, 1991; *Balz*, Reform des SchVG – High Yield Bonds zukünftig

* Herrn Rechtsreferendar *David Penner* danke ich für seine wertvolle Mitarbeit bei der Erstellung dieses Beitrags.

nach deutschem Recht?, ZBB 2009, 401; *Baums*, Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, 1; *Baums/Cahn* (Hrsg.), Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004; *Baums/Schmidtbleicher*, Neues Schuldverschreibungsrecht und Altanleihen, ZIP 2012, 204; *Bondt/Marqués*, The High Yield Segment of the Corporate Bond Market: A Diffusion Modelling Approach for the United States, the United Kingdom and the Euro Area, ECB Working Paper No. 313 (2004); *Bredow/Vogel*, Restrukturierung von Anleihen – Der aktuelle Regierungsentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes, ZBB 2009, 153; *Cohen*, LBO Bridge Financings, Covenant Review, August 2007; *Dambach*, Expansiver High Yield Bond-Markt in Europa, die bank, 1998, 658; *Diem*, Akquisitionsfinanzierungen, 2. Aufl. 2009; *Fabozzi* (Hrsg.), The Handbook of Fixed Income Securities, 2011; *Fridson*, The High Yield Asset Class, Extra Credit: The Journal of High Yield Bond Research, 2001, 10; *Friedl/Hartwig-Jacob* (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, 2013; *Gruson/Harrer*, Rechtswahl- und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt, ZBB 1996, 37; *Gruson/Hutter/Kutschera*, Legal Opinions in International Transactions, 4. Aufl. 2003; *Harrer/Fisher*, High Yield-Emissionen – Eine interessante Alternative zur Unternehmensfinanzierung, FB 2003, 781; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 1999; *Heitmann*, High Yield Anleihen, Eine Untersuchung der Rechtsfragen von High Yield-Anleihen (Junk Bonds) deutscher Unternehmensemittenten, 2007; *Hoffmann*, Parallel Debt, WM 2009, 1452; *Hoffmann/Baron*, Emission und Dokumentation von High Yield-Anleihen Europäischer Unternehmen in der Marktpraxis, ZBB 2005, 317; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972; *Horn*, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und der Anleihemarkt, BKR 2009, 446; *Horn*, Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Licht aktueller Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), 12; *Kusserow/Dittrich*, Die Begebung von High Yield-Anleihen unter deutschem Recht, WM 2000, 745; *Laudenklos/Sester*, Mezzanine-Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital im Ratingverfahren, WM 2004, 2417; *Lürken/Pickerill*, Restrukturierung von High Yield Bonds nach Schuldverschreibungsgesetz und US-Recht, CFL 2011, 352; *Maxwell/Shenkman* (Hrsg.), Leveraged Financial Markets: A Comprehensive Guide to Loans, Bonds, and Other High Yield Instruments, 2010; *Meyer*, Der IDW Prüfungsstandard für Comfort Letters, WM 2003, 1745; *Plepelits*, The High Yield Bond Covenant Package – Introduction and Overview of Market Trends, CFL 2010, 119; *Preuße* (Hrsg.), SchVG, Kommentar, 2011; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, Aktuelle Entwicklungen bei High Yield Bonds, AG 2011, 429; *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, 2010; *Schrell/Kirchner*, Strukturelle und Vertragliche Subordination – Vorstellung und Vergleich der beiden Konzepte zur Subordinierung von Gläubigern bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen, BKR 2004, 212; *Schüppen/Schaub* (Hrsg.), Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 2. Aufl. 2010; *Semler/Volhard* (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Band 1, 2001; *Stalman*, Marktmöglichkeiten von Junk Bonds in Deutschland, ZfgK 1992, 526; *Standard & Poor's* (Hrsg.), High Yield Bond Market Primer, 2007; *Tresnowski/Nowak*, The High Yield Offering – An Issuer's Perspective, 2004; *Veranneman* (Hrsg.), Schuldverschreibungsgesetz, Kommentar, 2010; *Vetter*, Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, 1701; *Wilkinson/Lucas*, High Yield Bonds Issues, Raising the Stakes, PLC December 2003, 15; *Wood*, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions – The Law and Practice of International Finance Series, Volume 3, 2. Aufl. 2007; *Yago*, Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate America, 1991; *Yago/Trimbath*, Beyond Junk Bonds: Expanding High Yield Markets, 2003.

I. Einführung

Die Begebung von High Yield Anleihen im internationalen Kapitalmarkt hat sich im Zuge der Finanzkrise und einer damit einhergehenden restriktiveren Kreditvergabepolitik auf Bankenseite für viele Unternehmen zu einer wichtigen, und inzwischen auch im deutschen und europäischen Markt etablierten, Finanzierungsalternative entwickelt. Nachdem der Markt für High Yield Anleihen im Jahr 2008 und im ersten Halbjahr 2009 buchstäblich zum Erliegen kam, war in den letzten drei Jah-

ren, wengleich mit Höhen und Tiefen, insgesamt wieder ein deutlicher **Anstieg an High Yield Emissionsvolumen** – insbesondere auch europäischer Emittenten – zu verzeichnen.

- 2 In den **USA** wurden 2011 High Yield Anleihen in einem Volumen von ca. 221 Mrd. US\$ begeben (2010: ca. 263 Mrd. US\$). Im ersten Halbjahr 2012 betrug das in den USA platzierte High Yield Anleihevolumen ca. 138 Mrd. US\$ (erstes Halbjahr 2011: ca. 166 Mrd. US\$)¹.
- 3 Im Jahr 2011 haben in **Europa** 72 (2010: 83) Emittenten High Yield Anleihen in einem Volumen von ca. 37 Mrd. Euro (2010: 49 Mrd. Euro) begeben, davon Emittenten aus Deutschland ca. 9 Mrd. Euro, aus dem Vereinigten Königreich ca. 8 Mrd. Euro, aus Frankreich und Spanien ca. 3 Mrd. Euro und aus den Niederlanden ca. 2 Mrd. Euro. Im ersten Halbjahr 2012 betrug das in Europa von 47 Emittenten platzierte High Yield Anleihevolumen ca. 26 Mrd. Euro, davon platzierten Emittenten aus **Deutschland** und aus dem Vereinigten Königreich jeweils ca. 5 Mrd. Euro, aus Frankreich ca. 3 Mrd. Euro und aus der Schweiz und den Niederlanden jeweils ca. 2 Mrd. Euro².
- 4 High Yield Anleihen sind Schuldverschreibungen, die von Unternehmen mit vergleichsweise niedriger Bonität begeben werden. Die Emittenten von High Yield Anleihen weisen typischerweise ein so genannte **Non-Investment Grade Rating** auf, das heißt ein Rating von Ba oder schlechter von Moody's oder ein Rating von BB oder schlechter von Standard & Poor's³. Bezogen auf die niedrige Bonität des die High Yield Anleihen ausgebenden Unternehmens und das damit in Zusammenhang stehende erhöhte **Risiko eines Zahlungsausfalls** für die Investoren wurde in der Vergangenheit für diese Art von Anleihen auch der insofern negativ geprägte Begriff **Junk Bonds** verwendet⁴. Um High Yield Anleihen trotz der geringeren Bonität des Emittenten am Markt platzieren zu können, muss dieser den Anlegern grundsätzlich einen höheren **Zinssatz** bezahlen⁵. Als Kompensation für die Übernahme des Bonitätsrisikos erzielen die Investoren dadurch einen im Vergleich zu Investment Grade Anleihen deutlich höheren **Ertrag** (*High Yield*) und erhalten darüber hinaus vom Anleiheschuldner zur Sicherung dessen Zahlungsfähigkeit umfangreiche Zusicherungen (*Covenants*), die während der Laufzeit der High Yield Anleihe in erster Linie den Abfluss liquider Mittel im Rahmen der laufenden operativen Tätigkeit des Emit-

1 Quelle: *Thomson Reuters*, Debt Capital Markets Review.

2 Quelle: *Debtwire*, European High Yield Report.

3 Vgl. *Heitmann*, High Yield Anleihen, S. 30ff.; *Altman/Nammacher*, Investing in Junk Bonds, S. 1; *Strauch* in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung, S. 255 Rz. 176; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745; *Hoffmann/Baron*, ZBB 2005, 317, 318; für eine Diskussion der Bedeutung von Ratings, s. Rz. 43ff.

4 Michael Robert Milken (in den 80er Jahren „König der Junk Bonds“ genannt und in leitender Funktion bei der im Jahr 1990 in Konkurs gegangenen und auf die Emission von High Yield Anleihen spezialisierten Investmentbank *Drexel Burnham Lambert* tätig) gilt als einer der Erfinder der „modernen“ Transaktionsstrukturen für High Yield Emissionen. Er versuchte seinerzeit vergeblich, durch Bezeichnungen wie „*High Reward Bonds*“ dem mit dem Begriff „*Junk Bond*“ einhergehenden negativen Image entgegenzutreten. S. *Yago*, Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate America, 1991, S. 23. Ausführlich zum Terminus „*Junk Bond*“ s. *Yago/Trimboth*, Beyond Junk Bonds, S. 12f.; *Heitmann*, High Yield Anleihen, S. 39f.

5 Zu Risikoprämien entsprechend der Ratingkategorien, vgl. § 1 Rz. 122ff.; s. dazu auch Rz. 43ff.

tenten sowie die Aufnahme neuer Fremdverbindlichkeiten reglementieren¹. Den Emittenten einschränkende Covenants sind zwar grundsätzlich auch bei Investment Grade Anleihen üblich, beschränken diesen in seiner Handlungsfreiheit allerdings in deutlich geringerem Maße².

1. Entwicklung des High Yield Anleihemarktes

Die Ausgabe von High Yield Anleihen durch Unternehmen hat ihren Ursprung in den USA und erreichte mit einem Anteil von über 20 % des gesamten Anleihevolumens bereits während der Weltwirtschaftskrise in den Jahren zwischen 1932 und 1935 einen ersten Höhepunkt³. Auch in den Jahren zwischen 1945 und 1970 gab es in den USA Emissionen von High Yield Anleihen, allerdings bestanden diese zunächst im Wesentlichen aus Anleihen wirtschaftlich in Bedrängnis geratener ehemaliger Unternehmen aus dem Investment Grade Bereich (so genannte **Fallen Angels**). Nachdem 1977 das jährliche US-amerikanische High Yield Emissionsvolumen erstmals die US-Dollar Milliarden Grenze überschritten hatte, entwickelte sich dieses Marktsegment in den späten 70er und 80er Jahren des letzten Jahrhunderts im Zuge der Ölpreiskrise und in Folge einer damals zunehmenden Anzahl an **Leveraged Buyout (LBO)** Finanzierungen und anderer M&A Transaktionen (inklusive feindlicher Übernahmen) rasant weiter.

Die im Zusammenhang mit der Finanzierung des Leverage Buyouts von **RJR Nabisco** durch KKR im Jahr 1989 begebenen High Yield Anleihen haben den Markt für High Yield Emissionen nachhaltig geprägt und zählen bis heute zu den zehn größten High Yield Emissionen aller Zeiten⁴. Das Entstehen einer gefestigten Nachfrageseite für High Yield Anleihen hat in den 80er Jahren dazu geführt, dass in größerem Umfang auch ein Markt für Neuemissionen durch **Non-Investment Grade Emittenten** entstand. Mit der Entstehung dieses Marktes für Neuemissionen von High Yield Anleihen entwickelten sich in den USA auch die größtenteils bis heute marktüblichen umfassenden Kataloge an Zusicherungen (**Covenant Packages**)⁵. Zwar hatte der US-amerikanische High Yield Markt in der Folge auch immer wieder Rückschläge zu verzeichnen – veranlasst z.B. durch diverse Gesetzesmaßnahmen, die Insolvenz der 1990 im High Yield Geschäft führenden Investmentbank *Drexel Burnham Lambert* oder die Finanzkrisen 2001/2002 und 2008/2009 – doch hat er sich in den letzten Jahren dennoch zu einer nachhaltig wichtigen Finanzierungsquelle nicht nur für US-amerikanische sondern auch für europäische Unternehmen entwickelt⁶.

1 Eine Darstellung der einzelnen Covenants erfolgt unter Rz. 67 ff.

2 Zum Vergleich üblicher Covenants von Unternehmensanleihen (*Corporate Bonds*) und High Yield Anleihen, s. *Plepelits*, CFL 2010, 120.

3 Vgl. *Atkinson*, Trends in Corporate Bond Quality, 1967, S. 53, 97; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745; *Heitmann*, High Yield Anleihen, S. 45.

4 Berühmt wurde diese Übernahme und ihre Details unter anderem durch das 1990 erschienene Buch „Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco“ von *Bryan Burrough* und *John Helyar*, das es in den USA auf Platz 1 der Bestsellerliste schaffte.

5 Auch extreme Markturbulenzen, wie etwa im Jahre 2001/2002 oder 2008/2009, haben die Covenants in ihren Zielrichtungen überwiegend unverändert gelassen. Anpassungen an die Märkte erfolgen meist lediglich durch das Erhöhen oder Senken von Finanzkennzahlen des Indebtedness Covenants (s. Rz. 78 f.) oder durch das Anpassen des Zinssatzes.

6 *Standard & Poor's*, High Yield Bond Market Primer, 2007, S. 1.

- 7 In Deutschland und Europa sind High Yield Emissionen erst seit dem Ende der 90er Jahre zu verzeichnen¹. Zuletzt hat die Finanzkrise und die durch diese veranlasste restriktivere **Kreditvergabe** der Banken, verbunden mit einer Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften für Banken (Basel II und Basel III), den Trend zu erhöhten Finanzierungsaktivitäten über den Kapitalmarkt – auch in Bezug auf Emissionen von High Yield Anleihen – verstärkt. In diesem Zusammenhang ist es auch nicht verwunderlich, dass die Emissionserlöse aus einer Reihe von High Yield Emissionen europäischer Emittenten dazu verwendet wurden, bestehende **Bankverbindlichkeiten zu refinanzieren** und Fälligkeitsprofile zu verlängern.
- 8 Da trotz der wachsenden Bedeutung von High Yield Anleihen in Europa der US-amerikanische High Yield Markt nach wie vor eine führende Position innehat, werden die meisten High Yield Anleihen deutscher und europäischer Unternehmen nicht nur an Investoren in Europa vermarktet und verkauft, sondern in aller Regel auf dem Wege einer Privatplatzierung auch an US-amerikanische institutionelle Investoren (s. dazu unter Rz. 18 ff.). Dies gilt grundsätzlich unabhängig davon, ob die High Yield Anleihe nur in Euro denominated ist oder sowohl über eine Euro- als auch eine US Dollar-Tranche verfügt. Bei einer geplanten schwerpunktmäßigen Platzierung der Anleihe an US-amerikanische Investoren ist eine US Dollar-Tranche üblich.
- 9 Zu den **deutschen Unternehmen**, die in den letzten Jahren High Yield Anleihen begeben haben, gehören A.T.U Autoteile Unger (2010), Air Berlin (2010), ALBA (2011), Brenntag (2011), Continental (2010), Duerr (2004), Elster (2011), Escada (2005), Fresenius (2006), Fresenius Medical Care (2006), Gerresheimer (2005), Grohe (2007), Hapag-Lloyd (2010), Heckler & Koch (2011), HeidelbergCement (2009), Heidelberger Druckmaschinen (2011), Hornbach (2004), Jenoptik (2003), Kabel BW (2005), Kabel Deutschland (2005), Kion (2011), KUKA (2010), MTU Aero Engines (2007), Nordenia (2010), Orion Cable (2004), Orion Engineered Carbons (2011), Phoenix (2010), Praktiker (2011), Schaeffler (2012), Schefenacker (2004), Schmolz+Bickenbach (2012), SGL Carbon (2004), Siemens Enterprise Communications (2010), SolarWorld (2010), Styrolution (2011), Techem (2012), TMD Friction (2011), Treofan (2006), TUI (2005), Unitymedia (2005), Versatel (2007) und Xella (2011). Viele der genannten deutschen High Yield Emittenten haben in den letzten Jahren mehrere High Yield Anleihen begeben (z.B. Fresenius, Grohe, Heckler & Koch, Kabel Deutschland, Unitymedia u.v.m.).

2. Besonderheiten

- 10 Will ein Unternehmen mit schwacher Bonität in größerem Umfang Fremdkapital aufnehmen oder refinanzieren, so hat es in der Regel grundsätzlich die Wahl zwischen einer High Yield Anleihe und einem syndizierten Darlehen. Anders als beim syndizierten Darlehen hat der High Yield Emittent nicht die Möglichkeit, im Rahmen eines eingeräumten Kreditvolumens während der Laufzeit einzelne Darlehen für von ihm bestimmte Einzellaufzeiten zu ziehen, sondern er muss am Tag der Emission den **gesamten Anleihebetrag aufnehmen** und kann ihn grundsätzlich erst

¹ Zu den ersten Emittenten gehörten die luxemburgische *Geberit International* sowie die französische Unternehmensgruppe *Exide* (1997). Erste deutsche Emittenten waren die Unternehmen *Sirona Dental Systems*, *Seehafen Rostock* und *Deutsche Nickel* (1998). S. dazu auch *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745; *Harrer/Fisher*, FB 2003, 781; *Plepelits*, CFL 2010, 119, 120.

am Ende der Laufzeit der Anleihe zurückführen. Das bedeutet auch, dass der High Yield Emittent während der gesamten Laufzeit der Anleihe den vereinbarten Zinssatz auf den gesamten ausstehenden Betrag schuldet, und zwar unabhängig davon, ob die Gesellschaft die liquiden Mittel überhaupt noch benötigt¹. Im Ergebnis führt eine erfolgreiche High Yield Emission aber auch oft zu einer **Verlängerung des Fälligkeitsprofils** für einen Teil der Gesamtverschuldung des Emittenten, was – verbunden mit der Verfügbarkeit des vollen Emissionserlöses über die gesamte Laufzeit der Anleihe – insbesondere in Zeiten volatiler Finanzmärkte von Vorteil sein kann.

Ein Emittent von High Yield Anleihen (und von Anleihen generell) gewährt gegenüber den Anleihegläubigern grundsätzlich weniger Zusicherungen (Covenants) als ein Kreditnehmer gegenüber kreditgebenden Banken im Zusammenhang mit syndizierten Darlehensverträgen. Allerdings sind die gegenüber Anleihegläubigern gewährten Covenants auf Grund der Vielzahl an Anleihegläubigern im Nachhinein nur schwer zu ändern (s. dazu unter Rz. 92 ff.), während ein Kreditnehmer im Rahmen einer Bankfinanzierung häufig die Möglichkeit hat, die aus einer Verletzung der gegenüber einer zahlenmäßig begrenzten Gruppe von Kreditgebern in einem Darlehensvertrag gemachten Zusicherungen resultierende Fälligkeitstellung des Darlehens durch das Einholen von Verzichtserklärungen (so genannte Waivers), Stundungen und Standstill-Vereinbarungen vertraglich abzuändern oder zu suspendieren². Jedoch ist neuerdings bei Darlehensverträgen in Bezug auf Themen wie die Beschränkung von Covenants auf Restricted Subsidiaries, die Reduzierung von so genannte Financial Maintenance Covenants oder die Definition von Events of Default eine gewisse Konvergenz zu Anleihebedingungen für High Yield Emissionen festzustellen. Dies ist unter anderem vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Syndizierung großer Konsortialkredite heute in vielen Fällen eine größere Anzahl an Banken involviert, als dies früher der Fall war, was zur Folge hat, dass im Zusammenhang mit syndizierten Bankfinanzierungen nachträgliche Waivers, Stundungen und andere Änderungen eines Darlehensvertrages seitens des Kreditnehmers nunmehr oftmals ebenso schwieriger einzuholen sind.

Ebenfalls im Unterschied zu Darlehensverträgen werden insbesondere Financial Covenants in Anleihebedingungen für High Yield Emissionen nicht fortlaufend überwacht (keine so genannte Maintenance Tests), sondern es findet lediglich eine anlassbezogene Prüfung statt, wenn der Emittent eine in den Anleihebedingungen definierte Handlung vornehmen möchte (so genannte Incurrence Test)³. Eine besondere Herausforderung für den Emittenten liegt dabei in der Antizipierung⁴ – zum Zeitpunkt der Begebung einer High Yield Anleihe – der wichtigsten strukturellen operativen Veränderungen, die während der Laufzeit derselben (in der Regel 7 oder 8 Jahre)⁵ ohne Änderung des Covenant Packages möglich sein sollten. Die dem Emit-

1 Balz, ZBB 2009, 401, 402 ff.; zu den Möglichkeiten der vorzeitigen Rückzahlung s. unter Rz. 101 ff.

2 So auch Harrer/Fisher, FB 2003, 781, 782; Balz, ZBB 2009, 401, 402; s. auch unter Rz. 68 ff.

3 Darauf hinweisend auch Harrer/Fisher, FB 2003, 781, 782; Balz, ZBB 2009, 401, 402; ausführlich zu dieser Unterscheidung unter Rz. 68 ff.

4 Dieses in der Praxis wohlbekannte Problem wird auch in der (rechts-)ökonomischen Literatur unter den Begriffen „unvollständige Verträge“ bzw. „begrenzte Rationalität“ erörtert, vgl. Schmidtleicher, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 36 ff. m.w.N.

5 In Abhängigkeit der Bonität des Emittenten sind am Markt für High Yield Anleihen auch andere Laufzeiten (5, 6 oder auch 9 Jahre) anzutreffen.

tenten bereits zum Zeitpunkt der Begebung der High Yield Anleihe bekannten oder von ihm erwarteten Maßnahmen und Transaktionen werden entweder von vornherein von allen Einschränkungen ausgenommen oder durch Schaffen entsprechender Freiräume (*Carve-outs* und *Baskets*) in den entsprechenden Covenants ermöglicht (s. dazu unter Rz. 76f.).

- 13 Der Katalog der Covenants in Anleihebedingungen für High Yield Anleihen geht allerdings weit über die Anzahl und den Umfang der Covenants hinaus, die von Emittenten „herkömmlicher“ Unternehmensanleihen (*Corporate Bonds*)¹ verlangt werden.
- 14 Während sich ein Emittent von Anleihen gegenüber den Anleihegläubigern in der Regel verpflichtet, die während der Laufzeit geschuldeten Zinszahlungen grundsätzlich in der Form von **Geldleistungen** zu erbringen, sehen die Anleihebedingungen von High Yield Emissionen häufig vor, dass der Emittent die Zinszahlungen alternativ auch durch bestimmte definierte Sachleistungen (so genannte **Payment-in-kind**, oder **PIK**) erbringen darf. So ist in Anleihebedingungen zuweilen vorgesehen, dass ein High Yield Emittent statt Zinszahlungen durch Geldleistungen zu erbringen z.B. an die High Yield Anleihegläubiger weitere Schuldverschreibungen ausgeben darf. Dabei ist allerdings darauf zu achten, dass sich eine solche Struktur nicht nachteilig auf das Rating der Anleihe auswirkt. So sind PIK Zahlungen in der Regel nur für einen definierten Zeitraum, und nicht während der gesamten Laufzeit der High Yield Anleihe, zulässig².
- 15 Die typischen Anleihebedingungen einer High Yield Anleihe enthalten auch umfangreiche Berichtspflichten des Emittenten während deren Laufzeit, die den Berichtspflichten eines börsennotierten Unternehmens nur unwesentlich nachstehen und sich weitgehend an der hierfür üblichen Praxis in den USA orientieren (s. dazu unter Rz. 88f.).
- 16 High Yield Anleihen unterliegen in der Regel U. S.-amerikanischem Recht (zumeist dem **Recht des Staates New York**). Erst in den letzten Jahren waren vereinzelt High Yield Emissionen deutscher Unternehmen zu verzeichnen, die deutschem Recht unterlagen (s. dazu Rz. 24ff.).

3. Anwendungsbereiche

- 17 High Yield Anleihen finden in verschiedenen Finanzierungsszenarien Anwendung. Die Emission von High Yield Anleihen dient, wie bereits erwähnt, häufig der Refinanzierung von Bankverbindlichkeiten³. Zudem setzen Unternehmen High Yield Anleihen häufig zur Finanzierung von bestimmten, stark fremdfinanzierten Arten von Unternehmenskäufen (Leveraged Buyouts, LBOs) ein⁴. Auch bei LBOs dient der

1 Hierunter sollen Anleihen verstanden werden, die von Unternehmen mit einem Investment Grade Rating begeben werden.

2 Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 434; für eine allgemeine Übersicht der verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten betreffend die Verzinsung von Anleihen, s. § 17 Rz. 39ff.

3 Vgl. Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 52.

4 Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 746f.; Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 53ff.; Hoffmann/Baron, ZBB 2005, 317; Stalman, ZfGK 1992, 526, 528; Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745; 747; Wilkinson/Lucas, PLC December 2003, 15, 16; Fabozzi/Mann/Wilson in Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 332. S. dazu auch Rz. 5ff.

Emissionserlös aus der Anleihe häufig der Refinanzierung von Akquisitionsdarlehen (Bridge Financings)¹. In den letzten Jahren haben Private Equity Häuser ihre so genannte Exits² vor dem Hintergrund der nachhaltig volatilen Kapitalmärkte häufig als so genannte „Dual Track“ Verfahren strukturiert, d.h. es wurden parallel die Prozesse für einen Börsengang (Initial Public Offering, IPO) und einen privaten Verkauf (Trade Sale) durchgeführt, von denen dann aber nur die zum Zeitpunkt des Exits vorteilhaftere Alternative vollzogen wurde. Zur Finanzierung des privaten Verkaufs wird in diesen Fällen häufig eine High Yield Anleihe begeben, zumal auch Synergien zu dem parallel verlaufenden IPO Prozess bestehen (s. dazu Rz. 52 f.). Darüber hinaus nutzen auch junge, noch kapitalschwache, Unternehmen die Emission von High Yield Anleihen zur Wachstumsfinanzierung³, sowie insbesondere Venture Capital-Gesellschaften zur Startup-Finanzierung⁴. Aber auch etablierte Unternehmen, deren Bonität dem Non-Investment Grade Bereich zuzuordnen ist oder sich verschlechtert hat (so genannte Fallen Angels), oder die ihr Fälligkeitsprofil von Bankverbindlichkeiten im Kapitalmarkt refinanzieren und verlängern wollen, greifen insbesondere im Zuge der anhaltenden Finanzkrise verstärkt auf den High Yield Anleihenmarkt zurück⁵.

4. Zielgruppe und Platzierungspraxis

Eine High Yield Anleiheemission eines deutschen bzw. europäischen Unternehmens wird in der Regel als **internationale Privatplatzierung** strukturiert⁶. 18

1 *Wilkinson/Lucas*, PLC December 2003, 15, 16; *Fabozzi/Mann/Wilson* in *Fabozzi*, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 332; ausführlich zu *LBO Bridge Financing* durch High Yield Anleihen, s. *Cohen*, LBO Bridge Financings, Covenant Review, August 2007.

2 Private Equity Gesellschaften engagieren sich in der Regel nur für einen begrenzten Zeitraum (meistens 7 bis 8 Jahre) in einem Unternehmen, dessen Anteile sie erwerben. Während dieser Zeit wird das Geschäftsmodell des Zielunternehmens häufig auf den Prüfstand gestellt und optimiert. Um den Ertrag ihrer Investition zu realisieren und diesen an ihre Investoren auszuschütten, müssen Private Equity Gesellschaften die gehaltenen Anteile, möglichst zu einem höheren Preis als dem Einstandspreis, wieder veräußern. Dieser Vorgang der Investitionsrealisierung wird als Exit bezeichnet.

3 Vgl. *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 55 f.; *Bondt/Marqués*, ECB Working Paper No. 313 (2004), S. 7; *Wilkinson/Lucas*, PLC December 2003, 15, 16; *Fabozzi/Mann/Wilson* in *Fabozzi*, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 332.

4 *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 746; *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 55 f.; *Bondt/Marqués*, ECB Working Paper No. 313 (2004), S. 7; *Wilkinson/Lucas*, PLC December 2003, 15, 16; *Fabozzi/Mann/Wilson* in *Fabozzi*, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 332.

5 *Stalman*, ZfgK 1992, 526, 528; *Harrer/Fisher*, FB 2003, 781, 781 ff.; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 746; *Fabozzi/Mann/Wilson* in *Fabozzi/Mann*, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 332; *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 57.

6 Da die internen Anlagerichtlinien vieler großer US-amerikanischer institutioneller Investoren das erlaubte Anlagevolumen in nicht börsennotierte Wertpapiere beschränken, müssen sich US-amerikanische High Yield Emittenten in der Regel (insbesondere in Bezug auf in den USA zu platzierende High Yield Anleihen) in den High Yield Anleihebedingungen dazu verpflichten, zu einem bestimmten in der Zukunft liegenden Zeitpunkt die Börsenfähigkeit der High Yield Anleihe herbeizuführen. Die High Yield Anleihegläubiger haben in einem solchen Fall das Recht, vom Emittenten zu verlangen, dass er eine neue inhaltsgleiche Anleihe bei der SEC registriert (so genannte *Registration Right*). Die Gläu-

Nach US-amerikanischem Recht muss gemäß den Bestimmungen des U.S. Securities Act von 1933 grundsätzlich jeder Verkauf von Wertpapieren mit der amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde, der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), registriert werden, es sei denn, dass eine **Ausnahmevorschrift** in Bezug auf die SEC Registrierung zur Anwendung kommt. Die meisten High Yield Emissionen deutscher und europäischer Unternehmen sind so strukturiert, dass in den USA ein Verkauf der High Yield Anleihe gemäß **Rule 144A** in Verbindung mit Section 4(2) des U.S. Securities Act von 1933 erfolgt. Die in Rule 144A enthaltene so genannte Safe Harbor Regelung verlangt lediglich, dass (i) der Verkauf der High Yield Anleihe nur an so genannte *Qualified Institutional Buyers (QIBs)* stattfindet, (ii) die Anleihegläubiger davon Kenntnis erlangen, dass es sich bei der platzierten High Yield Anleihe um nicht mit der SEC registrierte Wertpapiere handelt (dieses Erfordernis wird durch diverse Legends und Disclaimers erfüllt, die im Offering Memorandum und in anderen im Zusammenhang mit der High Yield Emission erstellten Dokumenten enthalten sind), (iii) die High Yield Anleihe nicht mit Wertpapieren identisch ist, die an einer US-amerikanischen Börse gehandelt werden, (iv) die Anleihegläubiger bestimmte periodische Informationen über den Geschäftsverlauf des Emittenten (z.B. den Geschäftsbericht) in englischer Sprache erhalten und (v) der Emittent bestimmte Publizitätsrichtlinien erfüllt und u.a. nicht den US-amerikanischen Markt in Bezug auf die platzierte High Yield Anleihe konditioniert. Darüber hinaus steht für eine Platzierung von High Yield Anleihen in den USA die Ausnahmeregelung bzw. der Safe Harbor von Regulation D zur Verfügung, nach der der Emittent die High Yield Anleihe an so genannte *Accredited Investors* und eine geringe Anzahl von Non-Accredited Investors platzieren kann¹.

- 19 Auch in Deutschland und Europa werden High Yield Emissionen vornehmlich als Privatplatzierungen an institutionelle Investoren ausgestaltet. Da sich die Platzierung der High Yield Anleihe somit in der Regel nur an **qualifizierte Anleger** richtet, zumeist mit einer Stückelung bzw. **Mindestinvestitionsvolumen** von 100 000 Euro, ist kein Wertpapierprospekt im Sinne der EU-Prospektrichtlinie erforderlich². Ein solcher Wertpapierprospekt würde u.a. Finanzausweise und Risikofaktoren für jeden Garantiegeber der High Yield Anleihen erfordern, was in der Praxis ein in den meisten Fällen vom Emittenten nicht zu leistendes (oder sehr zeit- und kostenaufwändiges) Unterfangen wäre.
- 20 Die meisten High Yield Anleihen europäischer Emittenten werden entweder im nicht-regulierten Markt der Börse in Luxemburg (Euro MTF) oder Irland (GEM), oder aber – im Falle deutscher High Yield Emittenten – im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse, notiert. Ein wesentliches Kriterium bei der **Auswahl des Bör-**

biger der nicht registrierten Anleihe können dann auf dem Wege eines Exchange Offers ihre (alten) nicht registrierten High Yield Anleihen gegen inhaltsgleiche (neue) SEC registrierte High Yield Anleihen umtauschen. Da es sich bei der Registrierung einer High Yield Anleihe mit der SEC um ein sehr zeit- und kostenaufwändiges Verfahren handelt wird die High Yield Emission auch in Bezug auf US-Investoren in aller Regel in einem ersten Schritt fast immer als Privatplatzierung strukturiert. Ausführlich zum Verfahren des A/B-Exchange Offers *Tresnowski/Nowak*, *The High Yield Offering – An Issuer's Perspective*, S. 49 ff.; *Hoffmann/Baron*, ZBB 2005, 317, 324.

1 *Hoffmann/Baron*, ZBB 2005, 317, 319 ff.

2 Die entsprechenden Ausnahmetatbestände der EU-Prospektrichtlinie wurden im deutschen Recht in § 3 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 und 4 WpPG umgesetzt.

senplatzes ist das Vermeiden zusätzlicher Verpflichtungen betreffend die Veröffentlichung von Informationen (z.B. Finanzausweise für jeden Garantiegeber), die über die bereits im Offering Memorandum enthaltenen Informationen hinausgehen. So verlangt die Irische Börse separate **Finanzausweise für Garantiegeber**, wenn deren kombiniertes EBITDA (*Earnings Before Interest, Depreciation, Tax and Amortization*) und/oder deren kombiniertes Nettovermögen (*Net Assets*) 80 % des konsolidierten EBITDA und/oder der konsolidierten Nettovermögens nicht überschreitet (so genannte **Guarantor Coverage**)¹. Auch die Luxemburger Börse verlangt grundsätzlich separate Finanzausweise für Garantiegeber, allerdings erst unter einem Prozentsatz von 75 % bezogen auf das EBITDA und/oder Nettovermögen der Garantiegeber im Vergleich zur gesamten Unternehmensgruppe des Emittenten². Historisch betrachtet wurden die meisten von europäischen Emittenten begebenen High Yield Anleihen der letzten Jahre im Euro MTF Markt der Luxemburger Börse zum Handel zugelassen, wobei seit 2010 auch einige High Yield Anleihen deutscher Emittenten im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet wurden.

Traditionell haben in der Vergangenheit überwiegend institutionelle Investoren, wie Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Pensionsfonds, Versicherungen und Hedge-Fonds in High Yield Anleihen investiert³. Allerdings sehen die internen **Anlagerichtlinien** einiger institutioneller Investoren betragsmäßige bzw. prozentuale Grenzen vor, inwieweit in von Non-Investment Grade Emittenten begebene High Yield Anleihen investiert werden darf⁴. Ein Grund für die oben beschriebene Börsennotierung von High Yield Anleihen sind auch Beschränkungen, denen manche institutionelle Investoren im Hinblick auf Anlagen in nicht börsennotierte Wertpapiere unterliegen.

An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass in jüngster Zeit insbesondere in Deutschland auch eine wachsende Nachfrage nach High Yield Anleihen seitens **Privatinvestoren** (*Retail*) zu verzeichnen war. So hat Schaeffler im Juni 2012 eine Retail Investoren öffentlich angebotene High Yield Anleihe mit einer Stückelung von 1 000 Euro begeben⁵, die im regulierten Markt der Luxemburger Börse gelistet wurde. Bemerkenswert an dieser Emission war unter anderem, dass die Luxemburger Wertpapieraufsichtsbehörde (CSSF) (für den regulierten Markt) auf die in der EU-Prospektverordnung vorgesehene Lieferung von Finanzausweisen und Risikofaktoren der einzelnen Garantiegeber verzichtet und stattdessen den Prospekt auf der Basis der konsolidierten Finanzausweise von Schaeffler gebilligt hat.

Mit Wirkung zum 8.10.2012 hat darüber hinaus die **Deutsche Börse** ein Premiumsegment für Unternehmensanleihen für große mittelständische und international tätige Unternehmen ins Leben gerufen, die Anleihen in einer Stückelung von 1 000 Euro mit einem Emissionsvolumen von mindestens 100 Mio. Euro platzieren wollen.

1 Vgl. High Yield Practice Note der Irischen Börse vom 13.7.2006.

2 Vgl. Circular der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) vom 31.1.2011 betreffend „The new prospectus regime – FAQ“, Nr. 64.

3 Vgl. Taggart in Auerbach, Mergers and Acquisitions, S. 11; Altmann/Nammacher, Investing in Junk Bonds, S. 63 ff.; Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 59 f.; Wilkinson/Lucas, PLC December 2003, 15, 16.

4 Dambach, die bank 1998, 658, 660; Hoffmann/Baron, ZBB 2005, 317, 318.

5 Die von Schaeffler am 29.6.2012 begebenen 300 Mio. Euro 6,75 % Senior Secured Notes 2017.

Die Teilnahme an diesem **Prime Standard** setzt darüber hinaus voraus, dass die Anleihe an der Frankfurter Börse zum regulierten Markt zugelassen oder in den Entry Standard einbezogen ist. Somit ist dafür u.a. die Erstellung eines nach den Vorschriften des Wertpapierprospektgesetzes gültigen und gebilligten Wertpapierprospekts erforderlich. Unternehmen, die ihre Anleihen im neuen Premiumsegment notieren lassen wollen, müssen für eine laufende und zeitnahe Finanzberichterstattung sorgen, zusätzlich jährlich mindestens sechs Unternehmenskennzahlen gemäß DVFA-Standard veröffentlichen, fortwährend über ein aktuelles Unternehmens- oder Anleiherating verfügen, sowie eine jährliche Analystenkonferenz für Kreditinvestoren und -analysten durchführen. Ziel des neuen Segments ist unter anderem die Schaffung von mehr Transparenz und einer besseren Handelsplattform auch für Privatanleger¹. S. hierzu auch § 17 Rz. 15.

5. Anwendbares Recht

- 24 Historisch betrachtet unterlagen und unterliegen auch heute High Yield Anleihen in aller Regel US-amerikanischem Recht, genau genommen dem **Recht des Staates New York**². Der Grund dafür liegt in der Tatsache, dass High Yield Anleihen ihren Ursprung in den USA hatten und sich dort eine jahrzehntelange Marktpraxis entwickelte, bevor in Europa und in Deutschland ein nennenswerter High Yield Anleihemarkt entstand. Dazu kommt, dass von europäischen Emittenten begebene High Yield Anleihen häufig auch Gegenstand einer Privatplatzierung an US-amerikanische institutionelle Investoren waren und sind. Das US-amerikanische Recht ist im Hinblick auf High Yield Anleihen zudem seit vielen Jahren erprobt, es gibt dazu eine langjährige Rechtsprechung und es bietet somit einen hohen Grad an **Rechtssicherheit**³.
- 25 Bis zur Novellierung des deutschen Schuldverschreibungsgesetzes im Jahr 2009⁴ war das deutsche Recht für die Emission von High Yield Anleihen nicht ausreichend flexibel, da nach den Vorschriften des (alten) Schuldverschreibungsgesetzes von 1899 insbesondere eine während der Laufzeit erforderliche Restrukturierung von Anleihen – etwa bei Liquiditätsproblemen des Emittenten, veränderten steuerrechtlichen Rahmenbedingungen, erhöhtem Eigenkapitalbedarf des Emittenten oder im Falle einer beabsichtigten Umschuldung – nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich war⁵. Das neue **Schuldverschreibungsgesetz** ermöglicht nunmehr, im Einklang mit den diesbezüglichen internationalen Marktstandards, dass eine Mehrheit von Anleihegläubigern jederzeit für alle Anleihegläubiger verbindlich Beschränkungen sowie

¹ Vgl. Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für die Teilnahme am Prime Standard für Unternehmensanleihen vom 8.10.2012.

² Soweit in diesem Artikel von US-amerikanischem Recht gesprochen wird, ist das per Rechtswahl anwendbare Vertragsrecht des Bundesstaates New York gemeint. Soweit im Zusammenhang mit der Platzierungsstruktur (z.B. Rule 144A, Regulation D) rechtliche Aspekte des US-amerikanischen Bundesrechts erörtert werden, werden die entsprechenden Gesetze und Regularien direkt benannt.

³ Balz, ZBB 2009, 401, 409 m.w.N.

⁴ Schuldverschreibungsgesetz vom 31.7.2009 (BGBl. I 2009, 2512), das zuletzt durch Art. 2 des Gesetzes vom 13.9.2012 (BGBl. I 2012, 1914) geändert worden ist.

⁵ Vgl. zur Einführung des neuen SchVG und den Auswirkungen auf den Anleihemarkt Horn, BKR 2009, 446, 446ff.; s. dazu auch § 17 Rz. 81 ff.

die Aufgabe von Gläubigerrechten beschließen kann, sofern die Anleihebedingungen solches ausdrücklich vorsehen. Dass die Restriktionen bei der **Anleihenrestrukturierung** nach altem Recht wohl ein Hindernis in Bezug auf die Entwicklung eines High Yield Marktes nach deutschem Recht darstellte, zeigte sich dadurch, dass im Jahr 2010 HeidelbergCement die erste High Yield Anleihe (mit einem *Covenant Light Package*) und Continental die erste umfassend besicherte High Yield Anleihe nach deutschem Recht begab. Andere deutsche Emittenten, die seit 2010 High Yield Anleihen nach deutschem Recht begeben haben, sind u.a. Kuka AG (2010), Phoenix Pharmahandel (2010), Heidelberger Druckmaschinen (2011), Alba Group (2011), Freenet (2011) und Schmolz+Bickenbach (2012)¹.

Bis heute gibt es wenig Erfahrung mit rechtlichen Auseinandersetzungen, und noch keine Rechtsprechung, im Zusammenhang mit **deutschem Recht unterliegenden High Yield Anleiheemissionen**². Es ist auch unklar, ob die von deutschen Emittenten (gefühlte) erwarteten Vorteile in Bezug auf eine einfachere Auslegung und Handhabung von Anleihebedingungen, die deutschem Recht unterliegen, in Erfüllung gehen werden. Denn trotz der Wahl deutschen Rechts sind die bisher verwendeten High Yield Anleihebedingungen (*Terms and Conditions*) inhaltlich, insbesondere was die Covenants und alle damit in Zusammenhang stehenden wirtschaftlichen Parameter betrifft, aus Vermarktungsgründen in allen wesentlichen Punkten – auch in ihrer technischen Komplexität – mit den Bestimmungen in einer Indenture nach US-amerikanischem Zuschnitt weitgehend identisch. 26

Es wird daher abzuwarten sein, ob sich die Wahl deutschen Rechts³ für Emissionen von High Yield Anleihen deutscher Unternehmen in Fällen durchsetzen wird, in denen die größtmögliche **Flexibilität** in Bezug auf den verfügbaren Investorenkreis – in Deutschland, Europa und den USA – gewahrt werden soll. Denn selbst in Fällen, in denen zunächst nur eine Platzierung der High Yield Anleihe in Deutschland und Europa vorgesehen ist, wollen der Emittent und die die Emission begleitenden Konsortialbanken in der Regel nicht von vornherein auf die Möglichkeit verzichten, einen Teil des Emissionsvolumens auch bei ausgewählten und erfahrenen institutionellen US-amerikanischen High Yield Investoren platzieren zu können. Unter solchen Umständen könnte die vom etablierten **Marktstandard** abweichende Vereinbarung deutschen Rechts für Anleihebedingungen einer High Yield Emission, insbesondere in einem schwierigen und volatilen Kapitalmarktumfeld, insbesondere seitens US-amerikanischer Investoren Fragen aufwerfen und die **Platzierbarkeit der Anleihe in den USA** erschweren. Auch die Anleihebedingungen für High Yield Emissionen von in anderen EU Ländern domizilierten Unternehmen (England, Frankreich usw.) unterliegen in der Regel US-amerikanischem Recht. 27

1 Vgl. *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 429 ff.

2 Das liegt daran, dass von den erwähnten High Yield Anleihen nach deutschem Recht noch keine notleidend geworden ist. Die zurzeit anhängigen, im Markt diskutierten Rechtsverfahren betreffen insbesondere Altanleihen, bei denen nachträglich auf die Anwendung des SchVG optiert werden sollte vgl. OLG Frankfurt v. 27.3.2012 – 5 AktG 3/11, BB 2012, 1305 (m. Anm. *Friedl*, BB 2012, 1309) = AG 2012, 373. Zur Anwendbarkeit des SchVG auf Altanleihen, s. *Baums/Schmidtbleicher*, ZIP 2012, 204 ff.; *Hartwig-Jacob* in FK-SchVG, § 24 Rz. 4 ff.; s. auch § 17 Rz. 99.

3 Allgemein zu Rechtswahl- und Gerichtsstandsvereinbarungen s. *Gruson/Harrer*, ZBB 1996, 37 ff.; für eine detaillierte rechtliche Analyse der Rechtswahl und Gerichtsbarkeit bei Anleiheemissionen s. § 17 Rz. 106 ff.

- 28 Schließlich gilt es bei der Frage der Rechtswahl auch noch zu bedenken, dass die Anwendbarkeit des deutschen Rechts auf nach US-amerikanischen Marktstandards erstellte und in englischer (sehr rechtstechnischer) Sprache verfasste Anleihebedingungen verbunden mit einer damit in Zusammenhang stehenden gerichtlichen Auseinandersetzung in deutscher Sprache vor einem deutschen Gericht Fragen der **Rechtssicherheit** aufwerfen könnte. Denn generell sollte zur Gewährleistung der Rechtssicherheit zwischen der rechtstechnischen Ausgestaltung von Anleihebedingungen, der diesbezüglichen Rechtswahl und dem anwendbaren Gerichtsstand ein größtmöglicher **Gleichlauf** bestehen.

II. Struktur von High Yield Transaktionen

1. Ausfallrisiko als bestimmender Faktor

- 29 Die Gefahr, dass ein High Yield Emittent seinen Verpflichtungen gegenüber den Anleihegläubigern während der Laufzeit der Anleihe nicht mehr nachkommen kann, ist bei High Yield Anleihen, die nicht nur Hochzins- sondern auch Hochrisikoanleihen sind, besonders ausgeprägt. Das hohe **Risiko** stiftet geradezu den Charakter dieses Finanzierungsinstrumentes. Obgleich den Investoren dieses Risiko grundsätzlich mit einem höheren, risikoangepassten Zins vergolten wird, sind auch die Gläubiger von High Yield Anleihen grundsätzlich darauf bedacht, im Insolvenzfall nicht allein auf die Insolvenzquote des Emittenten verwiesen zu werden. Gleichzeitig werden High Yield Anleihen häufig innerhalb komplexer Kapitalstrukturen verwendet, in denen die Vorrangstellung einer anderen Klasse von Fremdkapitalgebern gänzlich oder zumindest teilweise akzeptiert werden muss. Daher ist die **Struktur** von High Yield Transaktionen zu einem bedeutenden Maße von Erwägungen getragen, die die Verwertung der Vermögensgegenstände des Emittenten und die Ausschüttung der Erlöse an die verschiedenen Klassen von Gläubigern betreffen.
- 30 Hierbei haben sich insbesondere zwei rechtliche Instrumentarien entwickelt, mit denen die transaktionsspezifische Austarierung der Interessen der verschiedenen Gläubigerklassen im Hinblick auf eine mögliche Insolvenz vorgenommen wird: Subordination und Sicherheiten. Unter **Subordination** versteht man die Herstellung des Rangverhältnisses zwischen den verschiedenen Klassen von Fremdkapitalgebern. Bei der Bestellung von **Sicherheiten** geht es um die Gewährung von vorrangigen Verwertungsrechten (d.h. Ab- bzw. Aussonderungsrechte), die entweder das bestehende Rangverhältnis bekräftigen oder dieses auch durchbrechen können. Mithilfe dieser beiden Instrumentarien kann die Teilhabe der verschiedenen Gläubigerklassen an der Verwertung des Vermögens des zum Haftungsverbund der Transaktion gehörenden Unternehmens sehr fein und ausdifferenziert gestaltet und auf die konkreten Marktbedingungen zum Zeitpunkt der Transaktion angepasst werden.

2. Herstellung des Rangverhältnisses

- 31 Das wirtschaftliche Rangverhältnis der Investoren kann durch zwei verschiedene rechtliche Konzepte der Subordination, d.h. die Herstellung einer Nachrangigkeit bestimmter Forderungen, gestaltet werden¹. Ist eine bestimmte Klasse von Gläubigern

¹ Zum Thema der Subordination s. auch *Schrell/Kirchner*, BKR 2004, 212, 212 ff.; *Laudenklos/Sester*, WM 2004, 2417, 2420 ff.; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 437 ff.

im Ergebnis nachrangig, so werden diese insoweit als **Junior** bezeichnet; die entsprechend vorrangigen Gläubiger werden analog als **Senior** bezeichnet. „Traditionell“ sind High Yield Anleihegläubiger gegenüber anderen Fremdkapitalgebern, häufig den Gläubigern syndizierter Kredite, nachrangig. Eine Möglichkeit, den erwünschten Nachrang herzustellen, ist die **vertragliche Subordination**. Hierunter wird eine vertragliche Nachrangabrede zwischen zwei bzw. mehreren Parteien verstanden, bei der es sich im deutschen Recht nach vorherrschender Auffassung um einen schulrechtlichen Vertrag *sui generis* handelt¹. Sofern eine Transaktionsstruktur eine vertragliche Subordination vorsieht, findet sich die entsprechende Nachrangklausel zumeist im so genannte Intercreditor Agreement wieder.

Die andere Möglichkeit, einen Nachrang herzustellen, ist die **strukturelle Subordination**. Eine strukturelle Subordination liegt vor, wenn das Rangverhältnis zwischen den Investoren die Konsequenz der Einordnung der verschiedenen Instrumente der Fremdfinanzierung in die gesellschaftsrechtliche Konzernstruktur der Transaktion ist, d.h. bei mindestens zwei Gesellschaftsebenen aus der gesetzlichen Verwertungsreihenfolge resultiert. Bildlich gesprochen geht es bei der strukturellen Subordination darum, dass sich das Rangverhältnis der Gläubiger aus ihrer gesellschaftsrechtlichen „Nähe“ **zu den werthaltigen Vermögensgegenständen** der Konzerngruppe des Schuldners ergibt. Das Grundprinzip lässt sich an einem einfachen Fall einer Konzernstruktur mit zwei Gesellschaften, einer Mutter- und einer Tochtergesellschaft, illustrieren². Hierbei emittiert die Muttergesellschaft, die kein eigenes operatives Geschäft und als einzige Aktiva die Anteile an der Untergesellschaft hat, die High Yield Anleihe, deren Erlöse sie als Eigenkapital der Tochtergesellschaft zuführt. Die Tochtergesellschaft, die Eigentümerin aller werthaltigen Vermögensgegenstände des Konzerns ist, betreibt das operative Geschäft des Konzerns und finanziert sich neben dem von der Muttergesellschaft zugeführten Eigenkapital noch mit Fremdkapital, das sie selbst in Form eines Darlehens aufgenommen hat. Den nach Abzug aller Kosten, inkl. der Finanzierungskosten durch Bedienung des Darlehens, verbleibenden Gewinn schüttet das Tochterunternehmen an die Muttergesellschaft aus, mit dem diese wiederum ihre Verbindlichkeiten gegenüber den High Yield Gläubigern erfüllt. Kommt es in dieser Konzernstruktur zu einem **Insolvenzfall**, so ist jede Klasse von Gläubigern zunächst an ihren jeweiligen Vertragspartner als Schuldner verwiesen, in dessen Vermögen vollstreckt wird. Während die Darlehensgeber der Tochtergesellschaft zur Befriedigung ihrer Ansprüche die werthaltigen Aktiva der Tochtergesellschaft verwerten können, können die High Yield Anleihegläubiger lediglich in die von der Muttergesellschaft gehaltenen **Anteile** an der Tochtergesellschaft vollstrecken. Diese sind aber nur insoweit werthaltig als das Vermögen der Tochtergesellschaft größer als deren gesamte Verbindlichkeiten ist; die High Yield Anleihegläubiger sind im Verwertungsfall mithin auf den Residualanspruch eines Eigenkapitalgebers verwiesen.

Dieses grundlegende Prinzip der strukturellen Subordination lässt sich durch das Einziehen weiterer Gesellschaften in die Konzernstruktur, das Vorhandensein mehrerer Tochtergesellschaften sowie die Verteilung der werthaltigen Vermögensgegenstände auf die verschiedenen Ebenen und Gesellschaften des Konzerns beliebig ausweiten. Eine im konkreten Fall vorhandene strukturelle Subordination ist dabei stets

¹ Schrell/Kirchner, BKR 2004, 212, 214 m.w.N.

² Weitere Beispiele finden sich bei Schrell/Kirchner, BKR 2004, 212, 215; Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 437.

im Kontext der spezifischen Transaktion zu verstehen. Emittiert z.B. eine **Konzern-Holdinggesellschaft** eine High Yield Anleihe, so ist diese Strukturierung i.d.R. vor dem Hintergrund der Herstellung einer strukturellen Subordination zu verstehen. Emittiert hingegen eine ausländische Tochtergesellschaft, die allein zu Finanzierungszwecken gegründet worden ist, die High Yield Anleihe, ist eine solche Struktur zumeist v.a. steuerrechtlich motiviert.

- 34 Die beiden Konzepte der Subordination, vertragliche und strukturelle, stehen grundsätzlich gleichermaßen für die **Herstellung eines Rangverhältnisses** zur Verfügung¹. Traditionell weisen europäische High Yield Transaktionen im Gegensatz zu US-amerikanischen Transaktionen eher strukturelle Subordinations auf², was explizit auch für den Regelfall der nach US-amerikanischem Recht begebenen High Yield Anleihen auf dem europäischen Markt gilt. Diese **Divergenz in der Marktpraxis** lässt sich insbesondere dadurch erklären, dass europäische High Yield Transaktionen sowohl auf Investoren- als auch auf Unternehmensebene viele verschiedene Rechtsordnungen mit ihren entsprechenden Insolvenzrechtsregimen tangieren, in denen es zum Teil erhebliche **Zweifel** gibt, ob vertragliche Nachrangabreden in einem Insolvenzverfahren wirksam und durchsetzbar sind. Daher hat sich auf dem europäischen High Yield Markt die strukturelle Subordination als die vorherrschende Variante zur Herstellung des Rangverhältnisses herausentwickelt³. Im Vergleich zu den in Europa von Land zu Land unterschiedlichen insolvenzrechtlichen Bestimmungen gilt das in den USA einheitlich angewendete Regelwerk für Ausgleichs- und Konkursverfahren als einer der wichtigen Faktoren für einen erfolgreichen und liquiden US-amerikanischen High Yield Anleihemarkt.

3. Sicherheitenstruktur

- 35 Das Rangverhältnis der verschiedenen Klassen von Fremdkapitalgebern wird durch die Sicherheitenstruktur flankiert. Aus Sicht der „traditionell“ nachrangigen High Yield Anleihegläubiger dienen die Sicherheiten dazu, die für sie nachteilige Konsequenz der strukturellen Subordination zumindest teilweise zu durchbrechen. Neben der sehr einzelfallabhängigen Bestellung von **Realsicherheiten** geht es im Rahmen von High Yield Transaktionen v.a. um Garantien, die die operativen Tochtergesellschaften zur Besicherung der Anleiheforderungen abgeben. Wegen des klassischen Falls einer High Yield Transaktion, bei der eine Holdinggesellschaft, die in der Konzernstruktur als unmittelbare oder mittelbare Muttergesellschaft über den operativen Tochtergesellschaften sitzt, die High Yield Anleihe emittiert, wird von so genannte **Upstream-Garantien** gesprochen⁴. Die Anleihegläubiger werden als Garantiebegünstigte grundsätzlich pari passu mit den direkten Gläubigern der garantiegebenden operativen Tochtergesellschaften gestellt, so dass die strukturelle Nachrangigkeit insoweit überwunden wird, als die Tochtergesellschaft ihren direkten Gläubigern keine Realsicherheiten bestellt hat. Ferner ist zu beachten, dass es bei

1 Schrell/Kirchner, BKR 2004, 212 sowie Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 96ff. m.w.N. weisen darauf hin, dass in modernen europäischen Transaktionsstrukturen „Doppellösungen“ aus vertraglicher und struktureller Subordination gängig sind.

2 Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 99ff.

3 Schrell/Kirchner, BKR 2004, 212, 213; Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 96ff. m.w.N.

4 Schrell/Kirchner, BKR 2004, 212, 215; Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 437f.; s. auch § 17 Rz. 64ff.

mehreren operativen Tochtergesellschaften denkbar ist, dass nur einige hiervon die High Yield Anleihe garantieren und dass der Wert für die Anleihegläubiger maßgeblich davon abhängt, ob die garantiegabenden Tochtergesellschaften substantielle Aktiva besitzen (s. auch Rz. 71 ff.).

Bei der Gewährung von Upstream-Garantien durch deutsche Tochtergesellschaften, die regelmäßig die Gesellschaftsform einer GmbH haben, muss dabei stets beachtet werden, dass nicht gegen die **Kapitalerhaltungsgrundsätze** gemäß § 30 GmbHG verstoßen wird. § 30 Abs. 1 Satz 1 GmbHG verbietet die Auszahlung des zur Erhaltung des Stammkapitals der Gesellschaft erforderlichen Vermögens an die Gesellschafter. Dieses Verbot greift jedoch nicht, wenn zwischen der Gesellschaft und den Gesellschaftern ein **Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag** besteht oder die Leistung der Gesellschaft durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewinnanspruch gegen die Gesellschafter gedeckt ist. Sofern kein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag vorliegt, muss der Geschäftsführer einer garantiegabenden Tochtergesellschaft wegen der drohenden Haftung gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG bei Abgabe der Garantie anhand einer vernünftigen kaufmännischen Prognose entscheiden, ob der Garantie bei Fälligkeit ein vollwertiger Regressanspruch gegen die veranlassende Muttergesellschaft gegenübersteht wird. Sofern die Prognose im Zeitpunkt der Garantieabgabe die Annahme der Vollwertigkeit stützt, ist die Garantieabgabe unter Kapitalerhaltungsgesichtspunkten zulässig. Um den rechtlichen Unsicherheiten, die sich aus der Natur einer Prognoseentscheidung ergeben, von vornherein entgegenzuwirken und da § 30 GmbHG unmittelbar nur im Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Gesellschaftern wirkt, hat es sich in Sicherheitenstrukturen mit deutschen Tochtergesellschaften als Garantie- bzw. Sicherheitengebern durchgesetzt, die Garantie bzw. andere Sicherheiten betragsmäßig auf das im Zeitpunkt der Inanspruchnahme vorhandene Nettovermögen der Tochtergesellschaft zu beschränken. Da die Inanspruchnahme der Garantie hierdurch insoweit limitiert wird, als dass eine Verletzung von Kapitalerhaltungsgrundsätzen nicht resultieren darf, wird der entsprechende Passus als **Limitation Language** bezeichnet. Teilweise sehen die Garantiebedingungen zusätzlich auch vor, dass eine Zahlung unter der Garantie nur erfolgen darf, sofern vom Emittenten und von den für die High Yield Anleihe mandatierten international anerkannten Wirtschaftskanzleien bestätigt wird, dass eine Inanspruchnahme mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht zu einer persönlichen Haftung des Geschäftsführers führt¹.

Neben den Garantien der Tochtergesellschaften spielen in zunehmenden Maße auch Realsicherheiten in den Transaktionsstrukturen von High Yield Emissionen eine Rolle. Sollen High Yield Anleihegläubiger von Realsicherheiten profitieren, so ist das aus der Praxis der Konsortialkreditfinanzierung bekannte Problemfeld der Einbindung akzessorischer Sicherheiten eröffnet². Um akzessorische Sicherheiten in die komplexen Rechtsbeziehungen der Sicherheitenstruktur zu integrieren, wird auch bei High Yield Transaktionen auf eine **Parallelobligation** (*Parallel Debt*) zurückgegriffen³. Hierunter versteht man eine abstrakte Leistungsverpflichtung⁴ zugunsten des Anleihetreuhänders (*Trustee*), die die Hauptforderung aus der Anleihe hinsichtlich der Höhe, der

1 Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 437f.

2 Zur Praxis bei Konsortialkrediten Hoffmann, WM 2009, 1452, 1452ff.

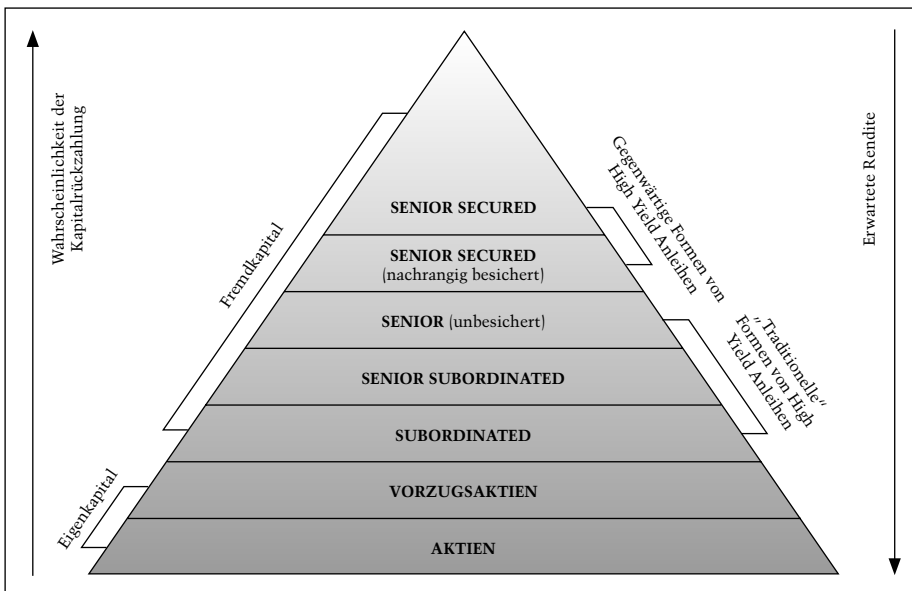
3 Vgl. Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 439.

4 Rechtsdogmatisch handelt es sich hierbei um ein abstraktes Schuldversprechen nach § 780 BGB.

Rangfolge und der Fälligkeit identisch spiegelt. Diese Konstruktion soll die durch das deutsche Sachenrecht induzierten Schwierigkeiten überwinden und gewährleisten, dass die Sicherheiten den begünstigten High Yield Anleihegläubigern im Verwertungsfall rechtssicher zur Befriedigung ihrer Forderungen zur Verfügung stehen.

4. Einordnung in Kapitalstruktur des Emittenten

- 38 Die pauschale Einordnung von High Yield Anleihen in die Kapitalstruktur des Emittenten ist anders als noch vor ein paar Jahren nicht ohne weiteres möglich. Klassischerweise waren die Gläubiger von europäischen High Yield Anleihen gegenüber anderen Gläubigern, insbesondere gegenüber den Banken als Gläubigern großer Konsortialkredite (*Senior Secured Loans*) aber auch gegenüber Gläubigern von **Mezzanine-Darlehen**¹, nachrangig. Zudem waren High Yield Anleihen zumeist unbesichert. In einer schematischen Pyramide der Kapitalstruktur eines Unternehmens, an deren Spitze die wenig ausfallgefährdeten, vorrangigen und vorrangig besicherten Gläubiger sitzen und an deren Sockel sich die Eigenkapitalgeberklassen mit (potentiell) großen Gewinnchancen bei vollem Kapitalverlustisiko befinden, nahmen die Gläubiger von High Yield Anleihen mithin traditionell eine Stellung nur leicht über den Eigenkapitalgebern ein. (vgl. Schaubild).
- 39 **Abbildung 1: Pyramide der Kapitalstruktur eines Unternehmens**



- 40 Seit ca. 2003 hat sich dieses Bild grundlegend gewandelt und die Transaktionsstrukturen wurden dahingehend angepasst, dass auch die Gläubiger von High Yield Anleihen verstärkt von der Verwertung des werthaltigen Vermögens der Unternehmensgruppe des Emittenten im Insolvenzfall profitieren. Während zu Beginn dieser Ge-

¹ Zum Begriff und zur Verwendung von Mezzanine-Kapital, vgl. *Laudenklos/Sester*, WM 2004, 2417 ff.

nese zunächst nur Garantien (auch substantieller) Tochtergesellschaften für die High Yield Anleihe einer Transaktion abgegeben wurden (**Secured Notes**), wurde in jüngerer Zeit auch die prinzipielle Nachrangigkeit gegenüber den Bankgläubigern aufgeweicht (**Senior Secured Notes**). Insofern hat sich die **Stellung der High Yield Anleihegläubiger** in der Kapitalstrukturpyramide zur Spitze hin verschoben. Historisch betrachtet waren die Stimmrechte der Senior Secured High Yield Anleihen im Zusammenhang mit der Insolvenz eines Emittenten bzw. die Verwertung von Vermögenswerten desselben zumeist aber immer noch auf 30 % oder 40 % der Stimmrechte aller Gläubigergruppen beschränkt.

Im Zuge der jüngsten europäischen Finanzkrise hat sich die Rechtsposition der High Yield Anleihegläubiger noch dahingehend weiter verbessert, dass es erste Transaktionen gab, bei denen im Verwertungsfall die Stimmrechte der Gläubiger großer Konsortialkredite und die der High Yield Anleihegläubiger nach dem Prinzip „**One Euro, One Vote**“ ausgestaltet waren¹. Durch das Prinzip „*One Euro, One Vote*“ erhalten die von High Yield Anleihegläubigern gehaltenen Senior Secured Notes einen pari passu Status gegenüber den Senior Secured Gläubigern auf der Kreditfinanzierungsseite, insbesondere was die **Stimmrechte** im Insolvenz- bzw. Verwertungsfall betrifft. Zwar bevorzugen Emittenten grundsätzlich einen höheren Stimmrechtsanteil der Gläubiger auf der Kreditfinanzierungsseite, mit denen zumeist langjährige Beziehungen bestehen (im Unterschied zu dem weniger leicht zu kontrollierenden und zu koordinierenden², und sich stets verändernden, Universum der High Yield Anleihegläubiger), doch scheinen die Entwicklungen auf den europäischen Finanzmärkten der letzten Monate und Jahre den kapitalmarktfinanzierten Elementen in der Kapitalstruktur europäischer Unternehmen zusätzliche **Verhandlungsmacht** bei der Gestaltung der Rang- und Sicherheitenstruktur verschafft zu haben. Es gibt gute Gründe, die dafür sprechen, dass es sich bei der Gleichbehandlung der Stimmrechte (*Equal Voting Rights*) zwischen High Yield Anleihegläubigern und Gläubigern von großen Konsortialkrediten gemäß dem Prinzip „*One Euro, One Vote*“ um einen nachhaltigen **Trend** handelt³. Für eine Beschreibung der vertraglichen Vereinbarung der verschiedenen Gläubigergruppen untereinander im Zusammenhang mit einer High Yield Emission, s. Rz. 57f.

Letztlich erfolgt daher heute die Einordnung des Finanzierungsinstruments High Yield Anleihe in die Kapitalstruktur des Emittenten nicht pauschal, sondern vielmehr nach Maßgabe des Einzelfalls, wobei eine „klassische“ High Yield Anleihe, d.h. eine nachrangige und gänzlich unbesicherte Anleihe, derzeit eher ungewöhnlich wäre.

III. Bedeutung von Ratings

Die Abgrenzung des Marktes der High Yield Anleihen von dem Markt für „herkömmliche“ Unternehmensanleihen (*Corporate Bonds*) erfolgt primär über die als

1 So erstmals Schaeffler 800 Mio. Euro 7.75 % Senior Secured Notes due 2017 vom 9.2.2012; ebenso Schmolz+Bickenbach 258 Mio. Euro 9.875 % Senior Secured Notes due 2019 vom 16.5.2012; Schaeffler 300 Mio. Euro 6.75 % Senior Secured Notes due 2017 vom 29.6.2012.

2 S. zu der als „Kollektivhandlungsproblem“ erörterten Problematik der Koordination von Anleihegläubigern *Schmidtbleicher*, Die Anleihegläubigermehrheit, S. 42ff.

3 S. auch *Euroweek*, Financing Corporates Adapting to New Constraints on Capital, June 2012, S. 53.

Rating bezeichnete Einstufung durch die beiden renommierten **Kreditratingagenturen** Standard & Poor's und Moody's Investors Service¹. John Moody, der Gründer der gleichnamigen Ratingagentur, führte erstmals 1909 Kreditratings ein, wobei er bereits damals die Emissionen unterhalb der Bewertung von Baa teilweise als spekulativ einstuft und damit wesentlich zur heutigen Begriffsbildung beitrug. Darüber hinaus wird es John Moody zugeschrieben, im Jahre 1919 den Begriff „*High Yield*“ für den auch als Non-Investment Grade bezeichneten Ratingbereich geprägt zu haben².

- 44 Ein Rating stellt eine Meinung über die **Bonität** eines Unternehmens dar und gibt wieder, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass ein Unternehmen seine bestehenden vertraglichen Verpflichtungen in Zukunft nicht vollständig und/oder nicht termingerecht bedienen können wird. Die Ratingagenturen unterteilen ihre Bonitätsskala in **Investment Grade** und **Non-Investment Grade** (auch *Speculative Grade*), wobei diese strikte Differenzierung nicht ursprünglich von den Agenturen selbst vorgenommen wurde, sondern sich durch Marktkonvention im Zeitablauf entwickelt hat.
- 45 Die folgende Übersicht zeigt die von Standard & Poor's und Moody's vergebenen Ratings:

Credit Risk	Moody's	Standard & Poor's
Investment Grade		
Highest Quality (Schuldner höchster Bonität, Ausfallrisiko auch längerfristig so gut wie vernachlässigbar)	Aaa	AAA
High Quality (Sichere Anlage, Ausfallrisiko so gut wie vernachlässigbar, längerfristig aber etwas schwerer einzuschätzen)	Aa	AA
Upper Medium Grade (Sichere Anlage, sofern keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen)	A	A
Medium Grade (Durchschnittlich gute Anlage. Bei Verschlechterung der Gesamtwirtschaft ist aber mit Problemen zu rechnen)	Baa	BBB
Non-Investment Grade (High Yield Debt)		
Lower Medium Grade (Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen)	Ba	BB
Low Grade (Hochspekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage sind Ausfälle wahrscheinlich)	B	B

1 Weniger bedeutsam ist in diesem Zusammenhang die europäische Ratingagentur FitchRatings, die aus einer Fusion von Fitch/IBCA und Duff & Phelps entstanden ist. Eine ausführliche Darstellung von Ratings aus rechtlicher Sicht findet sich bei *Vetter*, WM 2004, 1701, 1701 ff. und bei *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 878 ff.

2 S. *Fridson*, Extra Credit, The Journal of High Yield Bond Research, 2001, 10.

Credit Risk	Moody's	Standard & Poor's
Poor Quality (Nur bei günstiger Entwicklung sind keine Ausfälle zu erwarten)	Caa	CCC
Most Speculative (Nur bei günstiger Entwicklung sind keine Ausfälle zu erwarten)	Ca	CC
No interest paid or bankruptcy petition filed (hohe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls oder Insolvenzverfahren beantragt)	C	C
In Default (Zahlungsausfall)	C	D

Bestimmte **Merkmale von High Yield Anleihen** können die Anleihegläubiger besser oder schlechter stellen, als die übrigen Gläubiger des Emittenten. Maßgeblich sind hier insbesondere die Rangstellung der Anleihegläubiger (s. Rz. 31 ff.), eine etwaige Besicherung ihrer Ansprüche sowie die Zusicherungen (*Covenants*), die der Emittent den Anleihegläubigern gegenüber abgibt. Es kann daher die Bonität der Anleihe von der Bonität des Emittenten abweichen, weshalb der Emittent in der Regel neben einem Corporate Rating ein separates Rating der Anleihe erstellen lässt. 46

Von den im ersten Halbjahr 2012 (zum Vergleich die Jahre 2011 und 2010) begebenen High Yield Anleihen hatten 29 (36, 32) ein BB Rating, 35 (64, 65) ein B Rating, 8 (17, 6) ein CCC Rating und 1 (2, 21) hatten kein Rating¹. Das Rating der Anleihe korreliert dabei mit dem **Pricing** derselben. Je schlechter das Rating, desto höher ist die **Risiko-prämie**, die der Emittent den Anlegern zahlen muss. 47

IV. Wesentliche Elemente der High Yield Dokumentation

1. Übersicht

Die Dokumentation einer High Yield Anleihe ist äußerst komplex und zeitaufwändig in der Erstellung. Als wichtigstes so genannte **Disclosure Document** muss für die Vermarktung und ggfs. Börsennotierung der Anleihe ein **Offering Memorandum (Prospekt)** erstellt werden. Grundlage und Ausgangsbasis für die Erstellung des Offering Memorandums ist eine umfassende (in der Regel mehrwöchige) Business, Legal und Financial Due Diligence². Für die Erlangung eines Ratings und die Ansprache der institutionellen Investoren sind darüber hinaus eine Präsentationsunterlage für die Rating Agenturen sowie eine so genannte **Roadshow Präsentation** zu erstellen, deren Inhalt mit dem Inhalt der im Offering Memorandum enthaltenen Informationen – insbesondere in Bezug auf die Geschäfts- und Finanzlage des Emittenten – übereinstimmen muss. Dazu kommen **Verträge** wie der Übernahmevertrag (*Purchase Agreement*) zwischen dem Emittenten und den Konsortialbanken, der Konsortialvertrag (*Agreement among Managers*) zwischen den Konsortialbanken untereinander. 48

1 Quelle: *Debtwire*, European High Yield Report.

2 Für eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Arten von Due Diligence s. § 33 Rz. 14ff.

der, die Zahlstellenvereinbarung (*Paying Agency Agreement*) zwischen dem Emittenten und einer Zahlstelle sowie bei besicherten High Yield Emissionen eine Gläubigervereinbarung (*Intercreditor Agreement*) zwischen den Anleihegläubigern und anderen Gläubigergruppen (z.B. Darlehensgläubigern). Zentrales Dokument für die Vertragsbeziehungen zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern sind in US-amerikanischem Recht unterliegenden High Yield Anleihen die in einer **Indenture** enthaltenen **Anleihebedingungen**. In deutschem Recht unterliegenden High Yield Anleihen sind die Anleihebedingungen (*Terms and Conditions*) der Globalurkunde beigelegt (s. dazu Rz. 54ff.). Bei besicherten Transaktionen kommen in der Regel eine große Anzahl von Sicherheitenverträgen, ein Sicherheitenpoolvertrag und weitere **Sicherheitsdokumente** hinzu (s. dazu Rz. 59). Legal Opinions, Disclosure Letters und Comfort Letters (s. dazu Rz. 61), Officers' Certificates und weitere für das Closing erforderliche Bestätigungen und Nachweise vervollständigen das bei besicherten High Yield Anleihen bis zu mehrere hundert Einzeldokumente umfassende Vertragskonvolut. Somit ist es auch nicht verwunderlich, dass alleine aus „handwerklichen“ Gründen die Vorbereitungszeit für eine High Yield Anleiheemission in den seltensten Fällen deutlich unter drei bis vier Monaten liegt.

- 49 Eine so umfassende Dokumentation, die im Einzelfall viele tausend Seiten umfassen kann, ist auch für kapitalmarkterfahrene Emittenten nicht leicht zu handhaben. Daher bedarf es seitens des Emittenten einer besonders gründlichen **Vorbereitung** für eine solche Transaktion und vor allem der informierten Mandatierung einer mit europäischen und US-amerikanischen High Yield Emissionen erfahrenen internationalen Wirtschaftsrechtskanzlei. Dabei geht es nicht nur um die Qualifikation, die einzelnen rechtlich relevanten Dokumente nach dem jeweiligen Recht erstellen zu können, sondern in einer grenz- und sprachenüberschreitenden Gesamtschau mehrerer parallel verlaufender komplexer **Transaktionsabläufe** alle rechtlichen und wirtschaftlichen Themen (insbesondere auch **Marktstandards**) rund um Disclosure, Vertragsgestaltung, Besicherung und Schnittstellen zwischen der Kapitalmarkt- und Kreditfinanzierung möglichst reibungslos und mit Augenmaß miteinander zu verknüpfen. Dazu kommt, dass die im Zusammenhang mit einer High Yield Emission mandatierten **externen Anwälte** in den meisten Fällen noch auf Jahre mit dem Emittenten verbunden bleiben, da u.a. der Erwerb oder die Veräußerung von Vermögenswerten, das Umhängen von Gesellschaften, das Eingehen von Joint Ventures und andere wesentliche operative Veränderungen während der Laufzeit einer High Yield Anleihe fast immer die detaillierte Befassung von sowohl mit der High Yield Emission als auch mit dem Geschäft des Emittenten vertrauten externen Anwälten erfordert, die dann im Detail prüfen müssen, wie die vorgesehene Maßnahme strukturiert werden kann, um keine Covenants zu verletzen. Der so mandatierte externe Anwalt ist es auch, der erforderlichenfalls die diesbezügliche sehr rechts- und vertragstechnische **Kommunikation mit dem Anleihetreuhänder** koordiniert.

2. Offering Memorandum

- 50 Das Offering Memorandum für eine High Yield Anleiheemission ist ein sehr sorgfältig erstelltes und in der Regel mehrere hundert Seiten umfassendes Dokument. Es dient den High Yield Anleihegläubigern als Geschäftsgrundlage für deren **Investitionsentscheidung** und enthält eine detaillierte Beschreibung des Geschäfts und der Finanzlage des Emittenten, die Finanzausweise der letzten Jahre, eine Beschreibung

der Stärken und Strategie des Emittenten sowie der Industrie, in der dieser tätig ist, eine umfassende Darstellung aller mit dem Geschäft des Emittenten und dessen Marktumfeld verbundenen Risiken (**Risk Factors**) sowie eine ganze Reihe weiterer, teilweise technischer, Abschnitte.

Ein besonders wichtiger Abschnitt in jedem Offering Memorandum ist die so genannte **Description of Notes**. Diese ist eine für das Offering Memorandum aufbereitete und etwas untechnischere Darstellung der Anleihebedingungen, wie sie auch in der Indenture enthalten sind. Kernstück und längster Abschnitt der Description of Notes, wie auch der Anleihebedingungen bzw. der Indenture selbst, sind die Zusicherungen (*Covenants*) des Emittenten. In der Praxis werden bei einer High Yield Transaktion die Anleihebedingungen in der Form der Description of Notes verhandelt und meistens parallel mit den anderen Abschnitten des Offering Memorandums erstellt. Erst nach weitgehender Fertigstellung der Description of Notes werden die darin abgebildeten Anleihebedingungen in das vertragliche Konstrukt der Indenture überführt. Die wesentlichen sich aus den Anleihebedingungen sowie der High Yield Dokumentation insgesamt ergebenden Risiken sind im Offering Memorandum darüber hinaus in einem Abschnitt Risks Relating to the Notes zusammengefasst.

Form und Inhalt des Offering Memorandums entsprechen im Wesentlichen dem für Wertpapierplatzierungen in den USA gebotenen bzw. marktüblichen **Standard**. Im Ergebnis sind darin alle wesentlichen Informationen über den Emittenten und die High Yield Emission enthalten, die erforderlich sind, um dem High Yield Anleger eine richtige, vollständige und nicht irreführende Geschäftsgrundlage für die Investition in die High Yield Anleihe zu verschaffen. Dazu gehören auch umfassende Finanzinformationen, die zwar nach **IFRS** erstellt werden können, aber in ihrer Detaillierungstiefe und qualitativen Aufbereitung durchaus an die im US-amerikanischen Markt üblichen Standards angelehnt sind, inklusive Kennzahlen für die letzten laufenden 12 Monate (*Last Twelve Months, LTM*). Somit gehen die marktüblichen Anforderungen an ein Offering Memorandum für eine High Yield Anleihe doch sehr weit über die Anforderungen der EU Prospektverordnung für Schuldtitel hinaus.

Dieser Umstand erleichtert aber in Bezug auf das Offering Memorandum in der Praxis etwa das Realisieren von Synergien bei den bereits unter Rz. 17 erwähnten so genannte **Dual Track** (Börsengang und *Trade Sale*) Prozessen, da der für einen letztlich nicht zustande gekommenen Börsengang erstellte Prospekt als Grundlage für eine die Akquisition (mit)finanzierende High Yield Anleihe verwendet werden kann und im Wesentlichen nur um die High Yield spezifischen Abschnitte zu ergänzen ist.

3. Anleihebedingungen (*Indenture*)

Im Rahmen einer Anleiheemission bestehen zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern grundsätzlich keine direkten vertraglichen Beziehungen. In US-amerikanischem (d.h. New Yorker) Recht unterliegenden Anleihen sind die Anleihebedingungen in einer so genannte **Indenture** enthalten, d.h. einem Vertrag zwischen dem Emittenten, dem Anleihetreuhänder (*Trustee*), der Zahlstelle, dem Sicherheitstreuhänder und ggf. weiteren Parteien, zu dem die Anleihegläubiger Drittbegünstigte sind.

Dagegen kennt das deutsche Recht eine Indenture im Sinne eines umfassenden Anleihevertrags nicht. Unterliegt eine High Yield Emission dem deutschen Recht, so

finden die wertpapierrechtlichen Vorschriften der §§ 793 ff. BGB Anwendung. Das Rechtsverhältnis zwischen den Parteien wird bei deutschem Recht unterliegenden High Yield Anleihen in den **Anleihebedingungen** (*Terms and Conditions*) ausgestaltet, wobei sich die geschuldeten Leistungen und Einwendungen der Parteien nach §§ 793 und 796 BGB aus einer Urkunde ergeben müssen. Die Rechtsverbindlichkeit der Anleihebedingungen ergibt sich somit aus der die High Yield Anleihen verkörpernden **Globalurkunde**, der die Anleihebedingungen physisch beigefügt sind oder die auf andere Dokumente verweist, die den Anleihegläubigern zugänglich sind¹.

- 56 Sowohl die Anleihebedingungen nach deutschem Recht als auch die Indenture nach US-amerikanischem Recht enthalten neben den Hauptleistungspflichten des Emittenten (Rückzahlung und Zinszahlung) eine detaillierte Beschreibung der Anleihe, diverse Zusicherungen (*Covenants*)², Bestimmungen hinsichtlich vorzeitiger Rückzahlungen (*Prepayment*) oder Rückkauf der Anleihe (*Redemption*), Bestimmungen über die Möglichkeit der Änderungen der Anleihebedingungen (*Amendments and Waivers*) sowie eine Auflistung der Verstöße des Emittenten, die zu einer Kündigung bzw. einer sofortigen Fälligkeit der Anleihe führen können (*Events of Default*).

4. Intercreditor Agreement

- 57 Im Kontext umfangreicher Finanzierungsstrukturen, wie z.B. kombinierten Bank/Bond Finanzierungen, finden sich die vertraglichen Vereinbarungen der Rechtsbeziehungen zwischen den verschiedenen Gläubigerklassen und insbesondere die Rangversicherungsvereinbarungen im so genannte Intercreditor Agreement³. In diesem Vertrag⁴ zwischen den verschiedenen Gläubigergruppen und sämtlichen Schuldern innerhalb der Unternehmensgruppe des Emittenten wird insbesondere die **Befriedigungsrangfolge** (so genannte **Waterfall**) im Insolvenzfall vertraglich festgeschrieben. Besonders bei LBOs, in denen die Erlöse aus der High Yield Emission dazu verwendet werden, das aufgenommene Akquisitionsdarlehen (oder einen Teil davon) vorzeitig zurückzuzahlen, wird die Rangfolge der Befriedigung der Verbindlichkeiten des Emittenten sowie der Garantiegeber für den Fall vertraglich geregelt, dass die jeweils vorgenommenen Zahlungen nicht ausreichen, um sämtliche fälligen Finanzverbindlichkeiten zu befriedigen. In der Regel müssen sich die nicht erstrangigen Gläubigergruppen (wozu historisch die High Yield Anleihegläubiger zählen) verpflichten, ihre Ansprüche nicht zwangsweise oder mit anderen Mitteln, wie z.B. Aufrechnung, durchzusetzen, wenn und solange die erstrangigen Gläubiger mit ihren fälligen Forderungen (noch) nicht befriedigt sind. Der Emittent verpflichtet sich im Intercreditor Agreement häufig, keine nachträgliche Bestellung von Sicherheiten zugunsten nachrangiger Gläubiger vorzunehmen (so genannte *Negative Pledge*) oder andere Handlungen zu tätigen, die zu einer **Rangveränderung** der Gläubiger in Bezug auf die bestehenden Verbindlichkeiten des Emittenten führen⁵. Während es in der Vergangenheit üblich war, dass sich Gläubiger einer syndizierten Kreditfinanzierung gegenüber den High Yield Anleihegläubigern auf das durch die strukturelle Subordination ge-

1 Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 31 f.

2 S. Rz. 67 ff. für eine ausführliche Beschreibung der Zusicherungen (*Covenants*).

3 Ausführlich hierzu Diem, Akquisitionsfinanzierungen, S. 226 ff.

4 Nach deutschem Recht wird dieser als schuldrechtlicher Vertrag sui generis (§ 311 Abs. 1 BGB) klassifiziert, vgl. Laudenklos/Sester, WM 2004, 2417, 2421.

5 Balz, ZBB 2009, 401, 404; Hoffmann/Baron, ZBB 2005, 317, 335; s. dazu auch § 17 Rz. 58.

schaffene Rangverhältnis verlassen haben und vorrangig befriedigt wurden (s. Rz. 31 ff.), sieht die heutige **Marktpraxis** in fast allen Fällen vor, dass der die Interessen der High Yield Anleihegläubiger vertretende Anleihetreuhänder (*Trustee* oder gemeinsamer Vertreter bei Anleihen, die dem deutschen Recht unterliegen) Partei des Intercreditor Agreements wird. Das Intercreditor Agreement regelt auch die Details der in den letzten Monaten erstmals im Markt durchgesetzten Gleichbehandlung der Stimmrechte (**Equal Voting Rights**) für den Insolvenz- oder Verwertungsfall zwischen High Yield Anleihegläubigern und Gläubigern von großen Konsortialkrediten gemäß dem Prinzip „*One Euro, One Vote*“ (s. dazu Rz. 41).

Das Intercreditor Agreement wird nach gängiger Marktpraxis im Offering Memorandum nur summarisch abgebildet, sodass den High Yield Anleihegläubigern die detaillierten Bestimmungen über die Rechte und Rangpositionen der einzelnen Gläubigergruppen eines High Yield Emittenten nicht bekannt sind. Es gibt in jüngster Zeit vermehrt Forderungen seitens der High Yield Anleihegläubiger, im Zusammenhang mit einer High Yield Emission eine Kopie des Intercreditor Agreements (wie auch des *Facility Agreements* großer syndizierter Bankdarlehen) zu erhalten. Aus heutiger Sicht ist offen, ob dem gesteigerten **Informationsbedürfnis** der High Yield Anleihegläubiger seitens der anderen Marktteilnehmer Rechnung getragen werden wird¹. 58

5. Sicherheitendokumente

Bei besicherten High Yield Anleiheemissionen sind von einem Emittenten, je nach Umfang der Besicherung, in der Regel mehrere hundert Sicherheitverträge und andere Sicherheitendokumente abzuschließen bzw. zu erstellen. Dazu gehören neben einem Sicherheitepoolvertrag (der mit der unter Rz. 57 f. beschriebenen Gläubigervereinbarung verbunden werden kann) in der Regel **Garantieverträge** (bei US-amerikanischem Recht unterstellten High Yield Anleihen sind diese in der Indenture enthalten), Pfandverträge (z.B. über Gesellschaftsanteile, Konten) und Abtretungsvereinbarungen (z.B. von Forderungen) zumeist in mehreren Jurisdiktionen, zuzüglich umfassender damit in Zusammenhang stehender gesellschaftsrechtlicher Dokumente (z.B. *Board Resolutions, Shareholders' Resolutions, Powers-of-Attorney*), Legal Opinions und Officers' Certificates. Die Erstellung der verschiedenen Sicherheitverträge (und der damit in Zusammenhang stehenden Legal Opinions) in den jeweiligen **ausländischen Jurisdiktionen** ist sehr zeitaufwändig, in einigen Ländern geprägt von sehr formalen Erfordernissen und bedarf auf jeden Fall einer frühzeitigen Abstimmung mit den involvierten Local Counsels². 59

6. Weitere Vertragsbeziehungen

Für eine Beschreibung des Übernahmevertrags (*Purchase Agreement*), des Konsortialvertrags (*Agreement among Managers*), der Zahlstellenvereinbarung (*Paying Agency Agreement*) und weiterer auch bei High Yield Anleihen üblicher Anleihedokumente, s. § 17 Rz. 26 ff. Daneben gibt es zusätzlich zu den oben bereits erwähnten noch eine Reihe von technischen Dokumenten, wie z.B. das Book-entry Registration 60

¹ S. auch *Euroweek*, Financing Corporates Adapting to New Constraints on Capital, June 2012, S. 53.

² Grundsätzlich zur Besicherung von Anleihen, s. § 17 Rz. 62 ff.

Agreement, die Rule 144A und Regulation S Global Notes sowie diverse Dokumente im Zusammenhang mit der Abrechnung (dem *Settlement*) einer High Yield Emission, auf die hier aber nicht näher eingegangen wird.

7. Disclosure Letters und Comfort Letters

- 61 Im Unterschied zu einer „herkömmlichen“ Unternehmensanleihe wird im Zusammenhang mit einem Offering Memorandum für eine High Yield Anleihe von den die Transaktion begleitenden Anwälten zumeist ein so genannte **Disclosure Letter** nach dem amerikanischen **Rule 10b-5**-Standard des US Securities Exchange Acts von 1934 und von den Abschlussprüfern des Emittenten ein so genannte **Comfort Letter** (in der Regel nach **SAS 72**¹), verlangt (so auch gängige Praxis bei größeren internationalen Aktienplatzierungen, wobei je nach Struktur der Transaktion in vielen Fällen auch eine dem deutschen Standard angepasste Fassung der beiden Dokumente verwendet wird)². Der Disclosure Letter enthält im Wesentlichen die Aussage, dass die von den begleitenden Anwälten durchgeführte Due Diligence Prüfung im Offering Memorandum keine wesentlichen falschen Aussagen, Auslassungen oder irreführenden Angaben hat erkennen lassen. Der Comfort Letter enthält im Wesentlichen eine Bestätigung, dass die im Offering Memorandum enthaltenen Finanzausweise und daraus abgeleiteten Zahlen entweder mit den testierten Abschlüssen übereinstimmen oder einer so genannte **Review** unterzogen wurden³. Obwohl es sich beim Disclosure Letter und Comfort Letter an sich um weitgehend standardisierte und auf den ersten Blick recht einfache Dokumente handelt, sind die den darin enthaltenen Aussagen zugrunde liegenden Due Diligence Untersuchungen, Prüfungshandlungen und Plausibilisierungen immer sehr zeit- und kostenaufwändig. Es empfiehlt sich daher, bereits möglichst zum Zeitpunkt der Strukturierung der geplanten High Yield Emission den gewünschten Inhalt dieser beiden Dokumente, die den die High Yield Emission begleitenden Konsortialbanken und anderen involvierten Parteien als formalisierte **Due Diligence Verteidigung** in einem etwaigen (insbesondere US-amerikanischen) Prospekthaftungsfall⁴ dienen, festzulegen.

V. Anleihtreuhänder (*Trustee*) und Gemeinsamer Vertreter

- 62 Gestützt auf die Anleihebedingungen, welche die Leistungspflicht des Emittenten definieren, tritt ein Unternehmen als Anleihenehmer in Rechtsbeziehung mit einer Vielzahl von Geldgebern (d.h. den High Yield Anleihegläubigern). Die einzelnen **Forderungenrechte** sind hinsichtlich ihres Bestandes und ihrer Ausübung grundsätzlich voneinander unabhängig, können also jeweils von einem Anleihegläubiger für sich allein, ohne Mitwirkung der übrigen Anleihegläubiger, geltend gemacht werden. Nur wo das Gesetz oder die Anleihebedingungen ausdrücklich eine andere Regelung treffen, wird die individuelle Rechtsausübung durch kollektives Handeln überlagert.

1 American Institute of Certified Public Accountants, Statements on Auditing Standards, No. 72, „Letters for Underwriters and Certain Other Requesting Parties“.

2 Vgl. *Gruson/Hutter/Kutschera*, Legal Opinions in International Transactions, S. 41 ff.

3 Ausführlich zum Comfort Letter vgl. *Meyer*, WM 2003, 1745, 1745 ff.; s. auch § 34.

4 *Hutter* in *Semler/Volhard*, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, 2001, S. 1147, 1156f.

Allerdings werden einzelne High Yield Anleihegläubiger in der Praxis oft nicht oder nur unter erschwerten Bedingungen in der Lage sein, bestimmte Rechte aus den Anleihebedingungen (wie z.B. die Einhaltung der Covenants eines Emittenten und die **Geltendmachung ihrer Rechte** im Fall einer Verletzung derselben) wahrzunehmen bzw. durchzusetzen. Da die Anleihegläubiger im Rahmen des Sekundärhandels der Anleihe auch fortlaufend wechseln ist es aus praktischer Sicht notwendig, dass ein Dritter die Wahrung der Interessen der Anleihegläubiger sicherstellt¹. Dies geschieht bei High Yield Anleihen nach US-amerikanischem Recht durch einen so genannte Trust, der von einem Trustee verwaltet wird². 63

Die Rechtsfigur des amerikanischen Trust, und somit auch einen Trustee, kennt das deutsche Recht in dieser Form nicht. Jedoch kann im Zusammenhang mit deutschem Recht unterliegenden Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz zur Wahrnehmung der Rechte der Anleihegläubiger ein **gemeinsamer Vertreter** bestellt werden (§ 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG), dem auch die üblicherweise von einem US-amerikanischen Trustee wahrgenommenen Aufgaben übertragen werden können. Die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters dient der Vereinfachung und Verbesserung der Kommunikation zwischen dem Emittenten und den Anlegern. Insbesondere in Krisensituationen bzw. **Restrukturierungsfällen** kann ein gemeinsamer Vertreter die Verhandlungen der Gläubiger mit dem Emittenten führen und sichert dabei die **Handlungsfähigkeit** der Anleihegläubiger mit dem Ergebnis, dass diese mit einer Stimme sprechen. Die Bestellung des gemeinsamen Vertreters erfolgt entweder durch den Emittenten bei der Begebung der Anleihe in den Anleihebedingungen (so genannte Vertragsvertreter³) oder zu einem späteren Zeitpunkt durch die Anleihegläubiger in einer Gläubigerversammlung (so genannte Wahlvertreter⁴). Einen Wahlvertreter können die Anleihegläubiger allerdings nur dann bestellen, wenn der Emit- 64

1 Dass der Trustee zur Wahrung der Interessen der Anleihegläubiger handelt, darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Trustee keinesfalls als eigenständig handelnder Agent der Anleihegläubiger auftritt. Vielmehr handelt der Trustee in einem sehr detailliert definierten und technischen Gefüge von Aufgaben und Pflichten, bei deren Erfüllung er kein Ermessen (*Discretion*) ausübt. Dies dient nicht zuletzt der Haftungsvermeidung. Vgl. *Plepe-lits*, CFL 2010, 119, 122.

2 Bei einem amerikanischen Trust wird das Eigentum in wirtschaftliches und rechtliches Eigentum aufgeteilt. Der Trustee ist rechtlicher Eigentümer, während die Anleihegläubiger wirtschaftliche Eigentümer (*Beneficiaries*) sind. Das zu verwaltende Treugut der Anleihegläubiger wird von dem Trustee verwaltet. Vgl. auch *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 442; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 749f.; für eine detaillierte Beschreibung des gemeinsamen Vertreters nach dem Schuldverschreibungsgesetz, s. § 17 Rz. 84ff.

3 *Veranneman* in *Veranneman*, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 2, 27ff.; *Wöckener* in *FK-SchVG*, § 8 Rz. 1 ff.; s. auch *Baums*, ZBB 2009, 1, 2; *Horn*, ZHR 173 (2009), 12, 62. Im Falle des Vertragsvertreters muss durch Auslegung ermittelt werden, ob es zu einem entgeltlichen Geschäftsbesorgungsverhältnis zwischen den Anleihegläubigern und dem gemeinsamen Vertreter kommt oder ob ein entgeltliches Geschäftsbesorgungsverhältnis zwischen dem Emittenten und dem gemeinsamen Vertreter besteht. Vgl. dazu *Veranneman* in *Veranneman*, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 41ff.

4 *Veranneman* in *Veranneman*, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 2, 4ff. Im Falle des Wahlvertreters entsteht ein entgeltliches Geschäftsbesorgungsverhältnis zwischen den Anleihegläubigern und dem gemeinsamen Vertreter. Die Vorschriften der §§ 662ff. BGB sind anzuwenden, soweit das Schuldverschreibungsgesetz als *lex specialis* keine Sonderregelungen trifft. S. RGZ 90, 211, 214; *Veranneman* in *Veranneman*, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 25.

tent den Gläubigern dieses Recht in den Anleihebedingungen eingeräumt hat. Der gemeinsame Vertreter kann jederzeit von den Gläubigern mit einem **Mehrheitsbeschluss** ohne Angabe von Gründen abberufen werden¹. Zudem kann der gemeinsame Vertreter den seiner Bestellung zugrunde liegenden Geschäftsbesorgungsvertrag jederzeit, jedoch nicht zur Unzeit, ohne Angabe von Gründen kündigen². Der gemeinsame Vertreter kann jede geschäftsfähige Person oder eine sachkundige³ juristische Person sein.

- 65 Die **Bestellung eines gemeinsamen Vertreters** ist bei der Emission von High Yield Anleihen besonders sinnvoll, da er z.B. Sicherheitenpoolverträgen mit kreditgebenden Banken des Emittenten beitreten kann und es den Anleihegläubigern dadurch ermöglicht wird, ggfs. gleichrangig mit Darlehensgebern an Kreditsicherheiten zu partizipieren. Ohne den gemeinsamen Vertreter müsste andernfalls jeder Anleihegläubiger dem Sicherheitenpoolvertrag separat beitreten, was oftmals nicht möglich bzw. zumeist nicht praktikabel ist. Auch im Fall der **Verwertung von Sicherheiten** wird durch den Beitritt des gemeinsamen Vertreters zum Sicherheitenpoolvertrag das berechnete Interesse der Anleihegläubiger in der Höhe des High Yield Anleihevolumens bei der Abstimmung entsprechend berücksichtigt. Dadurch wird die High Yield Anleihe, ohne strukturellen Nachrang, Teil der Fremdfinanzierungs- und Sicherheitenstruktur des Emittenten.
- 66 Ein **Austausch** des gemeinsamen Vertreters ist ohne Angabe von Gründen möglich (§ 7 Abs. 4 SchVG). Die durch den gemeinsamen Vertreter entstandenen Kosten und Aufwendungen (einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters) trägt der Emittent (§ 7 Abs. 6 SchVG (ggf. i.V.m. § 8 Abs. 4 SchVG))⁴. Wenn in diesem Beitrag von Anleihetreuhänder die Rede ist, dann bezieht sich der Begriff – je nachdem ob die Anleihebedingungen US-amerikanischem oder deutschem Recht unterliegen – auf den Trustee oder auf den gemeinsamen Vertreter.

VI. Zusicherungen (*Covenants*)

1. Allgemeines

- 67 Die wichtigsten Bestimmungen der Anleihebedingungen bzw. einer Indenture sind die vertraglichen *Covenants*⁵, die der Emittent für die Laufzeit der High Yield An-

1 Vgl. Begr. RegE. SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 20; *Veranneman* in Veranneman, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 68; *Wöckener* in FK-SchVG, § 7 Rz. 32, 39f.

2 Begr. RegE. SchVG, BT-Drucks. 16/12814, S. 20; *Veranneman* in Veranneman, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 70.

3 Zur Sachkunde s. *Bredow/Vogel*, ZBB 2009, 153, 157; *Veranneman* in Veranneman, SchVG, §§ 7, 8 Rz. 6ff.; *Wöckener* in FK-SchVG, § 7 Rz. 10. S. auch die Empfehlungen in den BVI/DVFA Standards, Ziffer 2. http://www.dvfa.de/files/publikationen/application/pdf_bvi_standards_schvg.pdf oder http://www.bvi.de/de/bvi/leitlinien_standards/CorporateBonds/download/Standard_Druckversion_Final.pdf.

4 Näher dazu *Wöckener* in FK-SchVG, § 7 Rz. 50ff.

5 Eine ausführliche Darstellung der typischen *Covenants* findet sich auch bei *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 431ff.; *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 759; *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 116ff.; *Balz*, ZBB 2009, 401, 405ff.; *Tresnowski/Nowak*, The High Yield Offering – An Issuer’s Perspective, S. 39ff.

leihe den Anleihegläubigern gegenüber eingeht¹. Ziel der Covenants ist es, das Interesse des Emittenten an einem gewissen operativen Handlungsspielraum und das seiner Gesellschafter an Ausschüttungen mit den Interessen der Anleihegläubiger an Sicherstellung einer nachhaltigen Liquidität (zur Bedienung der Anleihe) und an einer bevorzugten Befriedigung gegenüber den Gesellschaftern und anderen nachrangigen Gläubigern in Einklang zu bringen. Da, anders als bei einem syndizierten Darlehen, die Gläubiger einer High Yield Anleihe kein Recht auf die laufende Einhaltung bestimmter **Finanzkennzahlen** (z.B. Verhältnis von *Net Debt* zu EBITDA und EBITDA zu Zinsaufwendungen) haben, müssen sich der Emittent einer High Yield Anleihe und seine wichtigsten Tochterunternehmen (so genannte **Restricted Subsidiaries**) einem **Verhaltensregime** unterwerfen, durch das der Substanzerhalt, die Sicherstellung einer definierten Liquidität über den Zeitraum der Anleihe, die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten und die relative Rangstellung gegenüber anderen Fremdkapitalgebern geregelt werden. Die einzelnen **Covenants** sind rechtstechnisch zumeist nach folgendem Muster aufgebaut: sie beginnen mit der Bestimmung, die den Emittenten in seiner Handlungsfreiheit einschränkt (*Restrictive Language*), dem schließen sich die Ausnahmen von diesen Einschränkungen an (*Exceptions and Permissive Language*) und parallel dazu enthalten die Anleihebedingungen eine Vielzahl an Definitionen, welche in aller Regel die wichtigsten Parameter für die Tragweite der jeweiligen Zusicherung enthalten.

2. Fortlaufende vs. ereignisbezogene Covenants

Werden im Zusammenhang mit einem syndizierten Darlehen die fortlaufend überwachten Covenants (so genannte **Maintenance Covenants**) nicht eingehalten, so kommt es zu einem Default, der die sofortige Fälligkeit aller ausstehenden Darlehensbeträge und das Verbot der Aufnahme weiterer Darlehen im Rahmen der eingeräumten Kreditlinie nach sich ziehen kann. Allerdings hat der Kreditnehmer in der Regel die Möglichkeit, durch Waivers, Stundungen und Standstill-Vereinbarungen die drohende Fälligkeit des Darlehens abzuwenden. Im Zuge der jüngsten Finanzkrise hat sich aber auch gezeigt, dass die Bereitschaft der Kreditgeber, auf die Einhaltung von Covenants zu verzichten, **Waivers** auszustellen oder **Stundungen** zuzustimmen und dadurch dem Kreditnehmer entgegenzukommen, tendenziell eher abgenommen hat. Dies ist unter anderem vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Syndizierung großer Konsortialkredite heute wesentlich mehr Banken involviert, als dies früher der Fall war (s. dazu auch Rz. 10ff.).

Wie bereits erwähnt wird im Zusammenhang mit High Yield Anleihen die **Einhaltung** der Covenants nicht laufend überwacht. Vielmehr findet eine Überprüfung des Vorhandenseins der in den Anleihebedingungen definierten relevanten Kennzahlen nur statt, wenn der Emittent bestimmte unternehmerische oder für die Bonität der Gesellschaft relevante Maßnahmen durchführen möchte, wie z.B. die Aufnahme zusätzlicher Verschuldung, der Erwerb oder die Veräußerung von Vermögenswerten und die Ausschüttung von Dividenden (so genannte **Incurrence Based Covenants**). Im Ergebnis kann der Emittent von High Yield Anleihen daher den Erlös aus einer Emission grundsätzlich unabhängig von seiner wirtschaftlichen und finanziellen

¹ Zur rechtlichen Einordnung der Covenants nach deutschem Recht s. *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 751 f.

Entwicklung für die gesamte Laufzeit der Anleihe verwenden, solange er durch seine (unternehmerischen) Handlungen keine der in den Anleihebedingungen enthaltenen Covenants verletzt.

- 70 In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass der Emittent einer High Yield Anleihe verpflichtet ist, eine Verletzung von Covenants dem so genannte Anleihetreuhänder umgehend zu melden. Darüber hinaus sehen die Anleihebedingungen für High Yield Anleihen üblicherweise vor, dass der Emittent eine **jährliche Bestätigung** darüber abzugeben hat, dass die in den Anleihebedingungen enthaltenen Covenants von ihm eingehalten wurden¹.

3. Credit Circle

- 71 Die Covenants verpflichten zumeist nicht nur den Emittenten selbst, sondern auch ausgewählte Tochtergesellschaften (so genannte Restricted Subsidiaries)². Diese in der Regel wesentlichen Tochtergesellschaften werden dadurch in das Vertragsverhältnis mit den Anleihegläubigern einbezogen, sie befinden sich „Inside the Credit Circle“ (s. nachstehendes Schaubild Rz. 72)³. Diese Einbeziehung ist insbesondere dann notwendig, wenn der Emittent eine Holding-Gesellschaft ist und selbst keinen eigenen Kapitalfluss generiert, wie es etwa bei der strukturellen Subordination regelmäßig der Fall ist (s. dazu unter Rz. 32 f.). In diesem Fall ist die Befriedigung der Anleihegläubiger nämlich überwiegend abhängig von den in den Tochtergesellschaften erzielten Erträgen und davon, dass diese Erträge auch ungehindert an die Holding Gesellschaft (d.h. den Emittenten) fließen können. Die Anleihegläubiger bestehen daher in der Regel darauf, dass die Covenants nicht nur das Vermögen und die Bonität des Emittenten, sondern auch der ausgewählten wesentlichen Tochtergesellschaften schützen. Folgerichtig werden auch sämtliche Erträge und Vermögenswerte der Restricted Subsidiaries bei der Berechnung der einschlägigen Finanzkennzahlen (etwa im Rahmen der Incurrence Tests) berücksichtigt. Transaktionen zwischen dem Emittenten und den Restricted Subsidiaries, sowie zwischen den einzelnen Restricted Subsidiaries untereinander, sind grundsätzlich ungehindert möglich⁴. Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass das Vermögen den Anleihegläubigern nicht entzogen wird, solange es sich nur innerhalb des Credit Circle bewegt.

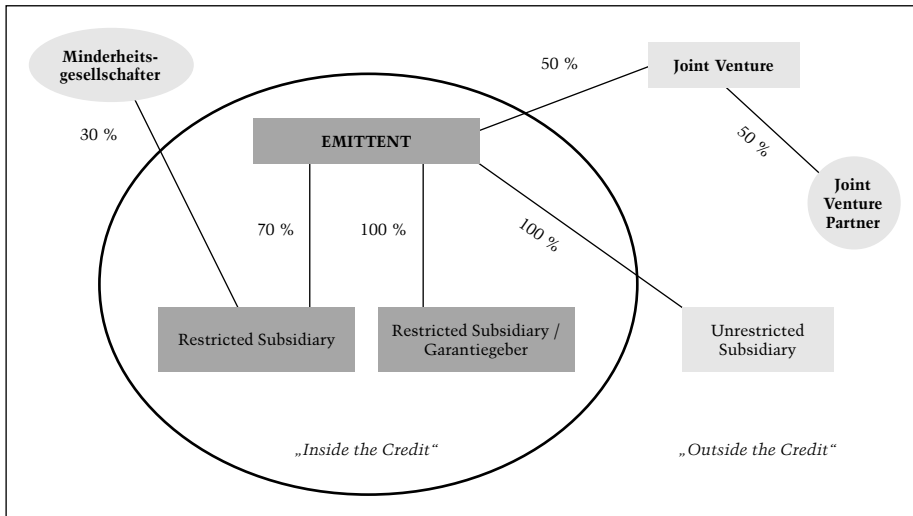
1 *Kenadjian* in Baums/Cahn, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 259 f.; *Plepelits*, CFL 2010, 119, 122.

2 Typischerweise beginnen die Covenants dementsprechend zumeist mit folgendem Wortlaut: „*The Company will not and will not permit any of its Restricted Subsidiaries to ...*“.

3 Zumeist wird in den Anleihebedingungen definiert, dass alle Tochtergesellschaften die der Emittent mittelbar oder unmittelbar mehrheitlich kontrolliert, Restricted Subsidiaries sind, soweit sie nicht ausdrücklich aus diesem Kreis ausgenommen wurden (s. *Hoffmann/Baron*, ZBB 2005, 317, 330).

4 S. *Whelan* in Maxwell/Shenkman, Leveraged Financial Markets, S. 171, 182.

Abbildung 2: Beispiel eines *Credit Circle* anhand einer fiktiven Unternehmensgruppe 72



„**Outside the Credit Circle**“ befinden sich diejenigen verbundenen Unternehmen, die von den Covenants nicht erfasst werden (so genannte **Unrestricted Subsidiaries**) sowie regelmäßig auch Joint-Venture-Unternehmen, an denen der Emittent beteiligt ist¹. Die Anleihegläubiger haben weder einen vertraglichen Anspruch auf den Erhalt der Haftungsmasse in diesen Gesellschaften, noch darauf, dass die dort erzielten Erträge ungehindert an den Emittenten fließen. Entsprechend werden die von den Unrestricted Subsidiaries sowie den **Joint-Venture-Unternehmen** erzielten Erträge und Vermögenswerte auch nicht bei Beurteilung der oben genannten Finanzkennzahlen berücksichtigt. Mangels Zugriffsmöglichkeit auf das Vermögen der Unrestricted Subsidiaries unterliegen alle Transaktionen dieser Gesellschaften mit Gesellschaften, die sich Inside the Credit befinden, gemäß den Bestimmungen der Anleihebedingungen in der Regel einer besonders sorgfältigen Prüfung. Im Ergebnis gelten für solche Transaktionen die gleichen Einschränkungen wie bei Geschäften des Emittenten und den Restricted Subsidiaries mit Dritten². 73

4. Covenant Package und Preisfindung

In der Praxis besteht stets ein Spannungsfeld zwischen dem Bedürfnis von High Yield Emittenten, einerseits durch die in den Anleihebedingungen enthaltenen **Covenants** nicht allzu sehr in ihrer unternehmerischen Freiheit eingeschränkt zu werden und andererseits für die Anleihe den besten **Preis** (d.h. den niedrigst möglichen Zinssatz) zu erzielen. Die Qualität der in den Covenants enthaltenen Einschränkungen und Verhaltensvorschriften für den Emittenten hat einen direkten Einfluss auf die künf- 74

1 Jedenfalls in den Fällen, in denen der Emittent keinen beherrschenden Einfluss auf das Joint-Venture-Unternehmen ausübt bzw. daran nicht mehrheitlich beteiligt ist, kommt ein Einbeziehen des Joint-Venture-Unternehmens in den Credit Circle kaum in Frage.

2 Zu diesen Einschränkungen s. Rz. 80ff.

tige Einschätzung der Bonität des Emittenten und damit auf das Rating der Anleihe¹. Das **Rating** der Anleihe hat wiederum einen direkten Einfluss auf die **Risikoprämie**, die der Emittent den Anleihegläubigern zahlen muss. Der Katalog der vereinbarten Covenants, das so genannte Covenant Package, steht demnach in einem wirtschaftlichen Verhältnis zum Zinssatz der Anleihe.

- 75 In diesem Zusammenhang ist es auch wichtig zu erwähnen, dass es in Bezug auf die Ausgestaltung der in High Yield Anleihebedingungen enthaltenen Covenants in ganz besonderem Maße auf **Präzedenzfälle** ankommt und sich der Markt beinahe sklavisch daran orientiert, was in den letzten Monaten bei vergleichbaren Transaktionen für vergleichbare Emittenten in einem vergleichbaren Marktumfeld vereinbart wurde. Um laufend über die aktuellen Entwicklungen der Ausgestaltung von Covenants bei High Yield Anleihen informiert zu sein, erstellen im High Yield Bereich erfahrene Investmentbanken und internationale Wirtschaftsanwaltskanzleien so genannte **Covenant Comparison Charts**, d.h. tabellarische Gegenüberstellungen der einzelnen Covenants der Anleihebedingungen aller relevanten High Yield Emissionen der letzten Monate und Jahre.
- 76 Trotz Marktstandards und Preissensitivität muss der Katalog an Covenants für eine High Yield Anleiheemission aber immer auch einer **Einzelfallbetrachtung** zugänglich sein und sich an den besonderen Bedürfnissen, operativen Gegebenheiten und der Geschäftsstrategie des Emittenten orientieren. Denn wie bereits erwähnt ist es eine der großen Herausforderungen für einen High Yield Emittenten, bereits zum Zeitpunkt der Begebung der Anleihe die in den nächsten 7 oder 8 Jahren möglicherweise notwendigen oder sinnvollen **strukturellen operativen Veränderungen** zu antizipieren und das Covenant Package daran auszurichten. In der Praxis erfordern der Erwerb oder die Veräußerung von Vermögenswerten, das Umhängen von Gesellschaften, das Eingehen von Joint Ventures und andere wesentliche operative Veränderungen während der Laufzeit einer High Yield Anleihe fast immer die detaillierte Befassung von externen Anwälten, die dann im Detail prüfen müssen, wie die vorgesehene Maßnahme strukturiert werden kann, um keine Covenants zu verletzen. Die bereits zum Zeitpunkt der Begebung der High Yield Anleihe bekannten oder zu erwartenden Maßnahmen und Transaktionen werden entweder von vornherein von allen Einschränkungen ausgenommen oder durch Schaffen entsprechender Freiräume (*Carve-outs* und *Baskets*) in den entsprechenden Covenants ermöglicht.
- 77 Für den Fall, dass der ursprünglich mit einem Non-Investment Grade Rating eingestufte Emittent während der Laufzeit der High Yield Anleihe ein höheres (gar Investment Grade) Rating erhält, sehen Anleihebedingungen häufig vor, dass bestimmte Covenants (die an das Rating geknüpft wurden) weniger restriktiv werden oder ganz wegfallen. Die Anleihebedingungen sehen aber in diesen Fällen auch vor, dass bei einer erneuten Verschlechterung des Ratings die ursprünglichen restriktiveren Covenants wieder aufleben.

¹ So auch *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 749.

5. Ausgewählte Covenants

a) Limitation on Indebtedness

Der Limitation on Indebtedness Covenant ist wahrscheinlich die wichtigste Zusicherung in Anleihebedingungen für eine High Yield Emission. Er erlaubt eine **Verschuldung** des Emittenten (und der *Restricted Subsidiaries*) nur bis zu einer festgelegten Grenze. Grundsätzlich ist eine weitere Verschuldung verboten, es sei denn, der Emittent hält gewisse Finanzkennzahlen ein. Die wichtigste Ausnahme vom Verbot der Neuverschuldung ist die Zulässigkeit von so genannte **Ratio Debt**, das heißt der Aufnahme von neuen Fremdverbindlichkeiten solange ein bestimmtes Verhältnis von Net Debt zu EBITDA (*Leverage Ratio*) und EBITDA zu Zinsaufwendungen und anderen fixen Kosten (*Interest Coverage Ratio* oder *Fixed Charge Coverage Ratio*) eingehalten wird. Bei der Berechnung des Ratio Debt wird auf das konsolidierte EBITDA, d.h. die konsolidierte Nettoverschuldung und die konsolidierten Zinsaufwendungen abgestellt. Die Einhaltung der in den Anleihebedingungen enthaltenen Kennzahlen wird in der Regel auf Grundlage einer Pro-forma Betrachtung für die letzten vier Quartale und unter der Annahme, dass die neu aufzunehmende Verschuldung bereits am ersten Tag des zu betrachtenden Zeitraumes bestand, berechnet.

Weitere Ausnahmen vom Verbot, neue Fremdverbindlichkeiten aufzunehmen (**Permitted Debt**) betreffen zumeist Verbindlichkeiten innerhalb des Credit Circle, Refinanzierungen bereits bestehender Verschuldungen, Verschuldung im Zusammenhang mit Akquisitionen (solange sich die Leverage und Interest Coverage Ratios unter Berücksichtigung der übernommenen Verschuldung nicht verschlechtern) sowie ein bestimmter Sockelbetrag (so genannte **Basket**) an Fremdverbindlichkeiten, der unabhängig von anderen verfügbaren Ausnahmen jederzeit in Anspruch genommen werden kann.

b) Limitation on Restricted Payments

Der Limitation on Restricted Payments Covenant schränkt den Emittenten und die Restricted Subsidiaries ein, den Anteilseignern des Emittenten **Dividenden** zu bezahlen und andere Ausschüttungen vorzunehmen. Gewinne sollen grundsätzlich thesauriert, und das Vermögen der Gesellschaft in der Gesellschaft belassen werden. Zulässig sind Dividendenzahlungen und **Ausschüttungen** grundsätzlich nur dann, wenn kein Verstoß gegen die Anleihebedingungen vorliegt, der Emittent nach einer Pro-forma Betrachtung (die die vorgesehene Zahlung berücksichtigt) noch einen Euro Ratio Debt aufnehmen kann und die kumulierten Ausschüttungen seit der Begebung der High Yield Anleihe 50 % der kumulierten Konzernergebnisse nicht übersteigen¹. Daneben gibt es auch bei diesem Covenant bestimmte betragsmäßig definierte Carve-outs und Baskets, die dem Emittenten in der Regel unabhängig von den genannten Voraussetzungen zur Verfügung stehen².

¹ Vgl. Balz, ZBB 2009, 401, 406; Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 432.

² Nach deutschem Aktienrecht können Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich allerdings nur über die Verwendung von 50 % des Jahresüberschusses entscheiden – nur diesen Betrag können sie höchstens in die anderen Gewinnrücklagen (freiwillige Rücklagen) einstellen (§ 58 Abs. 2 AktG i.V.m. § 173 AktG) und somit einer Ausschüttung entziehen, wie es der Covenant vorsieht. Über die Verwendung des nicht eingestellten Betrages (Bilanzgewinn i.S.d. § 158 Abs. 1 AktG) entscheidet hingegen die Hauptversammlung (§ 58 Abs. 3 Satz 1

c) Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries

- 81 Der Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries Covenant sorgt dafür, dass die in den Restricted Subsidiaries erwirtschafteten Erträge ungehindert an die **Obergesellschaft** fließen können. Relevant ist diese Bestimmung in besonderem Maße, wenn der Emittent eine Finanzierungsholding ist, selbst kein operatives Geschäft betreibt und daher auch keine eigenen Gewinne erwirtschaftet. In diesem Fall ist der Emittent zur Befriedigung der Ansprüche der Anleihegläubiger auf Zahlungen der operativen Untergesellschaften angewiesen. Aus diesem Grund verbietet dieser Covenant dem Emittenten und den Restricted Subsidiaries die entsprechenden **Zahlungsströme** zu blockieren. Aus ähnlichen Erwägungen sieht der Covenant auch vor, dass sich Restricted Subsidiaries keinen Beschränkungen unterwerfen, die ihnen untersagen, Darlehen an den Emittenten oder an andere Restricted Subsidiaries auszureichen oder Vermögenswerte auf diese zu übertragen.
- 82 Nicht erfasst von dem beschriebenen Verbot sind Restriktionen, die bereits zum Emissionszeitpunkt bestanden sowie Restriktionen erworbener Gesellschaften, die zum Credit Circle gehören. Darüber hinaus dürfen sich Restricted Subsidiaries in der Regel im Rahmen einer **Refinanzierung** solchen Restriktionen erneut unterwerfen, die bereits im Zusammenhang mit der ursprünglichen Verbindlichkeit bestanden hatten, sowie Restriktionen im Zusammenhang mit der Aufnahme von weiteren Fremdverbindlichkeiten, die die Anleihegläubiger nicht schlechter stellen als Restriktionen anderer bereits bestehender Kreditinstrumente¹.

d) Limitation on Issuance and Sale of Capital Stock of Restricted Subsidiaries

- 83 Der Limitation on the Issuance and Sale of Capital Stock of Restricted Subsidiaries Covenant untersagt es dem Emittenten, Anteile der Restricted Subsidiaries zu verkaufen oder in den Restricted Subsidiaries eine **Kapitalerhöhung** durchzuführen. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Beteiligung des Emittenten nicht verwässert wird und nicht möglicherweise außenstehende Dritte Ansprüche auf Zahlungsströme der Restricted Subsidiaries erwerben. Eine Ausnahme besteht für Kapitalerhöhungen, bei denen die jungen Aktien ausschließlich vom Emittenten oder anderen Unternehmen innerhalb des Credit Circle gezeichnet werden. Darüber hinaus wird die Ausgabe stimmrechtsloser Aktien häufig von dem Verbot ausgenommen.

AktG). Die Satzung kann jedoch Vorstand und Aufsichtsrat ermächtigen, einen größeren oder kleineren Teil des Jahresüberschusses in die anderen Gewinnrücklagen einzustellen, vgl. § 58 Abs. 2 Satz 2 AktG. Diese Regelungen des Aktienrechts sind beim Erstellen des Limitation on Restricted Payments Covenants zu beachten. Soll der Emittent durch den Covenant dazu verpflichtet werden, mehr als 50 % des Jahresüberschusses zu thesaurieren, so muss die Satzung also eine entsprechende Regelung vorsehen. Tut sie dies nicht, so ist der Covenant des Emittenten schwebend unwirksam (§ 177 BGB). Eine entgegen den gesetzlichen Maßgaben erfolgte Thesaurierung führt zur Nichtigkeit des Jahresabschlusses gemäß § 256 Abs. 1 Nr. 4 AktG. Vgl. *Cahn/v. Spannenberg* in Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rz. 46 m.w.N.; ausführlich zum aktienrechtlichen Bedenken hinsichtlich des Limitation on Restricted Payments Covenant, s. *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 175 ff.; s. zudem *Kusserow/Dittrich*, WM 2000, 745, 752 f.; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 436.

¹ Zu den Ausnahmen der Restriktionen s. auch *Strauch* in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung, S. 268 f. Rz. 203; *Balz*, ZBB 2009, 401, 406; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 433.

e) Limitation on Issuance of Guarantees of Indebtedness by Restricted Subsidiaries

Der Limitation on Issuance of Guarantees of Indebtedness by Restricted Subsidiaries Covenant untersagt es Restricted Subsidiaries, **Garantien** für Verbindlichkeiten des Emittenten abzugeben, die nicht gegenüber den Anleihegläubigern bestehen. Dieser Covenant ist insbesondere einschlägig, wenn die Restricted Subsidiaries nicht bereits Ansprüche der Anleihegläubiger garantieren (was aber zumeist der Fall ist, wenn der Emittent eine Holdinggesellschaft ist, kein operatives Geschäft betreibt und die Ansprüche der Anleihegläubiger daher strukturell nachrangig sind)¹. Eine weitere Garantie gegenüber anderen Gläubigern des Emittenten würde dazu führen, dass die Anleihegläubiger mit den anderen Gläubigern um die Vermögenswerte der Restricted Subsidiaries konkurrieren. Eine Ausnahme wird häufig vereinbart für den Fall, dass die Restricted Subsidiaries Drittgläubigern nur **nachrangige Garantien** stellen. In manchen Fällen dürfen Restricted Subsidiaries gar keine Verbindlichkeiten aufnehmen, wenn sie nicht Garantiegeber gegenüber den Anleihegläubigern sind. In anderen Fällen muss der Emittent eine bestimmte Mindestgarantiequote (so genannte **Minimum Guarantor Coverage**) aufrechterhalten. S. auch unter Rz. 20ff.

84

f) Limitations on Transactions with Shareholders and Affiliates

Der Limitations on Transactions with Shareholders and Affiliates Covenant soll den Emittenten und die Restricted Subsidiaries daran hindern, mit deren Gesellschaftern und verbundenen Unternehmen außerhalb des Credit Circle Geschäfte zu **marktunüblichen Konditionen** abzuschließen. Es soll vermieden werden, dass eine Gesellschaft des Credit Circle Vermögensgegenstände an Dritte veräußert, ohne dafür eine wertmäßig entsprechende marktübliche (**at arm's length**) Gegenleistung zu erhalten. Dieser Covenant sieht häufig vor, dass ab einer bestimmten Größe der Transaktion sowohl die Geschäftsführung, als auch unabhängige Gutachter die Angemessenheit der Gegenleistung bestätigen müssen².

85

g) Limitations on Liens

Der Limitation on Liens Covenant untersagt es dem Emittenten und den Restricted Subsidiaries, für deren Verbindlichkeiten gegenüber anderen – im Verhältnis zu den High Yield Anleihegläubigern gleich- oder nachrangigen – Gläubigern Sicherheiten zu stellen. Der Limitation on Liens Covenant schützt somit die relative **Rangposition** der High Yield Anleihegläubiger gegenüber anderen Fremdkapitalgebern. Dazu gibt es eine Vielzahl von Ausnahmen (so genannte *Permitted Liens*), wie z.B. gesetzliche Pfandrechte und Pfandrechte, die im Rahmen schon bestehender anderer Kreditinstrumente geschuldet werden. Zulässig ist zudem regelmäßig auch die Besicherung von Ansprüchen aus einer Refinanzierung, wenn die Altverbindlichkeit ebenfalls bereits besichert war und die neuen Pfandrechte an die Stelle der alten treten³.

86

1 S. dazu unter Rz. 33, 35ff.

2 Vgl. *Wood*, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions, S. 264, Rz. 14-019.

3 Dazu auch *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 432; *Balz*, ZBB 2009, 401, 406. Auch das deutsche Aktienrecht sieht vor, dass eine Leistung der Gesellschaft an ihre Gesellschafter durch ein Äquivalent kompensiert sein muss (§ 57 Abs. 1 Satz 3 Halbsatz 2 AktG) und dass anderenfalls eine verbotene Einlagenrückgewähr vorliegt.

h) Limitations on Asset Sales

- 87 Der Limitation on Asset Sales Covenant beschränkt den Emittenten in der Möglichkeit, seine Vermögensgegenstände zu veräußern. Aus diesem Grund reglementiert der Asset Sales Covenant sowohl die Art der erforderlichen **Gegenleistung** als auch die **Verwendung** derselben. So muss der Emittent im Fall einer Veräußerung entweder Cash oder Cash Equivalents erhalten und zwar normalerweise in Höhe von 75 % des Verkaufspreises. Bezüglich der Verwendung des erzielten Erlöses verpflichtet sich der Emittent – zumeist für einen Zeitraum von einem Jahr nach der Veräußerung – die Mittel zur Tilgung vorrangiger Verbindlichkeiten einzusetzen. Daneben ist auch eine Reinvestition der Mittel in neue Vermögenswerte erlaubt. Ein nach Ablauf der **Jahresfrist** noch verbleibender Betrag muss in der Regel dazu verwendet werden, den Anleihegläubigern im Rahmen eines Tender Offers den (teilweisen) Rückkauf der High Yield Anleihe anzubieten.

i) Reporting Covenant

- 88 Der Reporting Covenant verpflichtet den Emittenten dazu, die Anleihegläubiger periodisch (in der Regel jährlich) über den wirtschaftlichen Stand des Unternehmens zu unterrichten. Zur Erfüllung dieser Verpflichtung muss der Emittent einen **Jahresbericht** erstellen und veröffentlichen, der in Bezug auf die Geschäfts- und Finanzlage des Emittenten in etwa der Detaillierungstiefe der im Offering Memorandum enthaltenen Informationen entspricht (neben einer konsolidierten Jahresbilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung sind insbesondere auch Kennzahlen wie EBITDA zu aktualisieren). Darüber hinaus muss der Emittent häufig auch, allerdings weniger detaillierte, **Quartalsberichte** zur Verfügung stellen.
- 89 In der Praxis können die Berichtspflichten im Nachgang zu einer High Yield Emission für den Emittenten mit nicht unwesentlichem **Aufwand** verbunden sein. Daher ist bei deren Ausgestaltung darauf zu achten, dass ein möglichst weit ausgeprägter Gleichklang zu den unabhängig von der Anleihe zu erstellenden periodischen Berichten des Emittenten (wie z.B. dem Geschäftsbericht) hergestellt werden kann. Börsennotierte Gesellschaften können (und sollten) soweit möglich auf die ohnehin gesellschaftsrechtlich und kapitalmarktrechtlich geschuldeten, und in der Regel auf der Website des Emittenten veröffentlichten, Unterlagen verweisen.

j) Repurchase upon Change of Control

- 90 Der Repurchase upon Change of Control Covenant berechtigt die Anleihegläubiger, vom Emittenten den **Rückkauf** der Anleihe zu verlangen, wenn ein Wechsel der Kontrolle über den Emittenten stattfindet (**Change of Control Put**). Der Grund dafür liegt in der Unsicherheit für die Anleihegläubiger, welche Änderungen in der Strategie oder Bonität des Emittenten – bis hin zu einem schlechteren Rating – mit einem Kontrollwechsel verbunden sein könnten¹. Typischerweise verpflichtet sich der Emittent, die High Yield Anleihe für 101 % des Nominalwerts zurückzukaufen². Während der relevante Prozentsatz, der den Kontrollwechsel auslöst, bei High Yield

1 So auch *Balz*, ZBB 2009, 401, 408; *Plepelits*, CFL 2010, 119, 129.

2 *Balz*, ZBB 2009, 401, 408; *Whelan* in Maxwell/Shenkman, Leveraged Financial Markets, S. 171, 183.

Anleihen von US Emittenten bei 50 % des Grundkapitals liegt, legen die Anleihebedingungen für High Yield Emissionen europäischer Emittenten hingegen die relevante Schwelle vorwiegend bereits bei 30 bis 35 % des Grundkapitals fest. Dem liegt der Umstand zugrunde, dass ab einem Aktienbesitz von 30 % ein **Übernahmeangebot** für alle Aktien eines deutschen High Yield Emittenten unterbreitet werden müsste (§§ 35ff. WpÜG). Abhängig von der Aktionärsstruktur des Emittenten zum Zeitpunkt der High Yield Emission müssen von dem Change of Control Covenant möglicherweise bestimmte von Großaktionären gehaltene Aktienpakete ausgenommen werden (*Carve Out*), damit die Anleihegläubiger nicht von Anfang an einen Change of Control Put haben.

k) Consolidation, Merger, Sale of Assets

Der Consolidation, Merger, Sale of Assets Covenant beschränkt den Emittenten in der Möglichkeit, mit anderen Gesellschaften zu **fusionieren** oder einen ganz erheblichen Teil¹ seines Vermögens zu veräußern. Da eine solche Transaktion erhebliche Auswirkungen auf die **Bonität** und das **Rating** des Emittenten haben kann, wird deren Zulässigkeit an bestimmte Voraussetzungen geknüpft. So verlangt der Merger Covenant häufig, dass der Emittent auch unter Einbeziehung der geplanten Transaktion noch gewisse Finanzkennzahlen aufweist – etwa dass das Unternehmen nach der geplanten Transaktion unter Einhaltung des Limitation on Indebtedness Covenants noch einen Euro an **Ratio Debt** (s. Rz. 78) aufnehmen könnte oder dass die Interest Coverage Ratio nach Durchführung der Transaktion nicht kleiner ist als die des Emittenten vor der Transaktion². Darüber hinaus sieht der Merger Covenant häufig vor, dass nach Durchführung der Transaktion die „überlebende“ Gesellschaft ihren Sitz in den USA oder Europa haben muss und die Verbindlichkeiten der „alten“ Gesellschaft (d.h. des Emittenten) gegenüber den Anleihegläubigern übernimmt³. 91

VII. Änderungen der Anleihebedingungen

1. Amendments und Waivers

Gut strukturierte und verhandelte Covenants finden die Balance zwischen dem Schutz der **Bonität** des Anleiheemittenten im Interesse der Anleihegläubiger und einem hinreichenden operativen **Handlungsspielraum** des Emittenten für die Laufzeit der Anleihe. Wie bereits erwähnt ist es aber eine der großen Herausforderungen für einen High Yield Anleiheemittenten, bereits zum Zeitpunkt der Begebung der Anleihe die in den nächsten 7 oder 8 Jahren möglicherweise notwendigen oder sinnvollen strukturellen operativen Veränderungen zu antizipieren und das Covenant Package daran auszurichten. Sollte es aber während der Laufzeit der Anleihe zu einem Erwerb oder einer Veräußerung von Vermögenswerten, zu einem Umhängen von Gesellschaften, zu einem Joint Venture oder einer anderen wesentlichen operativen Veränderungen kommen, die prima facie nicht in das vereinbarte Covenant Gefüge passt, müssen in der Praxis in der Regel zunächst externe Anwälte im Detail prüfen, 92

1 Dazu auch *Plepelits*, CFL 2010, 119, 128 (Fn. 80).

2 Vgl. *Balz*, ZBB 2009, 401, 407; *Plepelits*, CFL 2010, 119, 129.

3 *Balz*, ZBB 2009, 401, 407.

wie die vorgesehene Maßnahme möglicherweise (um)strukturiert werden kann, um keinen Covenant zu verletzen. In Fällen, in denen die vorgesehenen operativen Maßnahmen mit den Covenants nicht in Einklang gebracht werden können, besteht zunächst die Möglichkeit, dass die Anleihegläubiger durch **Mehrheitsentscheid** beschließen, auf die Einhaltung bestimmter Covenants zu verzichten. Ein solcher **Waiver** kann entweder für die Zukunft (was ihn in Bezug auf die vorzunehmende Maßnahme gleichbedeutend mit einem Amendment der Anleihebedingungen macht) oder aber für die Vergangenheit erteilt werden (um eine bereits erfolgte Verletzung von Covenants zu heilen). Die Mehrheitserfordernisse für einen Waiver entsprechen in der Regel denen für ein Amendment.

- 93 Ist ein Waiver nicht beabsichtigt oder möglich müssen die Anleihebedingungen bzw. muss die Indenture abgeändert werden. Es besteht auch die Möglichkeit, dass der Anleiheemittent von bestimmten Pflichten oder Beschränkungen befreit wird. Die Mehrheitserfordernisse dafür hängen grundsätzlich von der Bedeutung der Änderung oder der **Befreiung** für die Anleihegläubiger ab¹. In den meisten Fällen ist nur eine einfache Mehrheit der Anleihegläubiger (gemessen an den Nominalbeträgen zum Gesamtvolumen der High Yield Anleihe) erforderlich. Bei besonders wichtigen Entscheidungen, wie z.B. Änderungen des Nennbetrags der Anleihe, Änderungen des Zinskupons oder der Laufzeit der Anleihe, bei einer Stundung von fälligen Zahlungen oder einer Freigabe von Garantien oder anderen Sicherheiten, müssen in der Regel 90 % der Anleihegläubiger zustimmen².
- 94 Offensichtliche Fehler, kleine Unstimmigkeiten in den Anleihebedingungen oder zwischen den Anleihebedingungen und der im Offering Document enthaltenen Description of Notes können in vielen Fällen auch ohne die Zustimmung der Anleihegläubiger beseitigt werden. Gleiches gilt auch für Änderungen im Zusammenhang mit der Aufnahme oder Entlassung von Garantiegebern, der Bestellung oder Freigabe von Sicherheiten oder einem Austausch des Anleihetreuhänders, solange diese Maßnahmen im Einklang mit den Bestimmungen der Anleihebedingungen bzw. der Indenture stehen. Allerdings bedürfen auch diese **Bereinigungen** in den meisten Fällen der Kommunikation und rechts- bzw. vertragstechnischen Auseinandersetzung mit dem Anleihetreuhänder, was zeitaufwändig sein kann.

2. Consent Solicitation

- 95 Müssen die Anleihebedingungen geändert werden, oder sollen die Anleihegläubiger einem Waiver zustimmen, muss der Emittent auf die Anleihegläubiger zugehen und eine diesbezügliche Entscheidung herbeiführen. Der Prozess, bei dem der Emittent das erforderliche Zustimmungsquorum der Anleihegläubiger herbeizuführen sucht, wird im US-amerikanischen Kontext als **Consent Solicitation** bezeichnet. Bei einer großen Zahl an Anleihegläubigern in verschiedenen Ländern mandatiert der Emit-

¹ Vgl. *Plepelits*, CFL 2010, 119, 131.

² Die Hauptleistungspflichten von Anleihen, die dem Trust Indenture Act of 1939 unterfallen, können gemäß Section 316(b) Trust Indenture Act sogar nur einstimmig geändert werden. Nach deutschem Recht erfordert die Änderung der Hauptleistungspflichten oder anderer wesentlicher Bestimmungen der Anleihebedingungen gemäß § 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG eine Zustimmung von mindestens 75 %, sofern die Anleihebedingungen einen Mehrheitsentscheid vorsehen. S. dazu § 17 Rz. 91 ff.

tent in diesem Fall in der Praxis eine Bank (*Solicitation Agent*). Der **Solicitation Agent** berät den Emittenten betreffend die beste Strategie, um die Zustimmung der Anleihegläubiger zu erhalten, identifiziert die Anleihegläubiger und kommuniziert mit diesen bzw. steht für Fragen der Anleihegläubiger zu Verfügung.

Parallel dazu erstellen die externen Anwälte des Emittenten ein so genannte **Solicitation Statement**, das an die Anleihegläubiger verteilt wird und in dem eine Beschreibung des dem Waiver zugrunde liegenden Sachverhalts, der vorgesehenen Änderung(en) der Anleihebedingungen, die vorgesehene Zahlung an die Anleihegläubiger und eine Beschreibung des Verfahrens der Abgabe der Zustimmung enthalten ist. 96

Eine Consent Solicitation erfordert üblicherweise eine Zahlung oder ein anderweitig wertiges Zugeständnis an die Anleihegläubiger als **Gegenleistung** für die Erteilung deren Zustimmung. In diesem Zusammenhang müssen alle Anleihegläubiger gleich behandelt werden, wenngleich Emittenten typischerweise Anleihegläubigern eine **Prämie** für eine besonders zeitnahe Erteilung der Zustimmung (so genannte „*Early Bird*“ *Consent Fee*) bezahlen. 97

Es gibt keine rechtlich erforderliche Mindestfrist für den **Zeitraum**, in dem der Consent Solicitation Prozess stattfinden muss. Üblicherweise haben Anleihegläubiger bis zu 20 Tagen Zeit, um sich mit den vorgeschlagenen Verzichtserklärungen und Änderungen zu beschäftigen und die Zustimmung zu erteilen (oder zu versagen). Der gesamte Consent Solicitation Prozess kann, wenn gut vorbereitet und administriert, innerhalb eines Monats über die Bühne gehen¹. 98

3. Änderungsbeschlüsse der Gläubiger gemäß Schuldverschreibungsgesetz

Obwohl die Erwägungen der Consent Solicitation grundsätzlich auch dann Bestand haben, wenn die High Yield Anleihe deutschem Recht untersteht, so hat das novellierte Schuldverschreibungsgesetz insofern ein eigenes, autonomes Regime der Änderung von Anleihebedingungen durch **Beschluss der Gläubiger** geschaffen². Die Anleihegläubiger können ihre Beschlüsse entweder in der **Gläubigerversammlung** oder im Wege der **Abstimmung ohne Versammlung** fassen. Die Gläubigerversammlung kann von dem Anleiheschuldner oder von dem gemeinsamen Vertreter der Anleihegläubiger einberufen werden bzw. ist einzuberufen, wenn die Anleihegläubiger ein besonderes Interesse an einer Einberufung haben. Ein solches liegt insbesondere vor, wenn die Anleihegläubiger einen gemeinsamen Vertreter bestellen oder abberufen wollen, oder eine zuvor erfolgte Kündigung der Schuldverschreibungen rückgängig gemacht werden soll, wobei es sich hierbei nicht um abschließende Gründe handelt und die **Anleihebedingungen** weitere Gründe vorsehen können. Die Gläubigerversammlung ist ferner einzuberufen, wenn die Schuldverschreibungen der einberufenden Anleihegläubiger mindestens fünf Prozent der ausstehenden Schuldverschreibungen erreichen. Das eigene Recht zur Einberufung der Gläubiger ist insbesondere von Bedeutung, wenn diese ein Interesse an der Versammlung haben, der Schuldner hingegen nicht. 99

Im Falle der **Beschlussfassung ohne Versammlung** erfolgt eine Aufforderung zur Stimmabgabe in Textform gegenüber dem Abstimmungsleiter, bei dem es sich um einen vom Schuldner beauftragten Notar, den gemeinsamen Vertreter oder eine vom 100

¹ Zur *Consent Solicitation* s. auch *Plepelits*, CFL 2010, 119, 131.

² S. dazu § 17 Rz. 91 ff. und 100 ff.

Gericht bestimmte Person handeln kann. Die Abstimmung muss 14 Tage vorher angekündigt werden und mit der Aufforderung zur Stimmabgabe ist ein Zeitraum anzugeben, innerhalb dessen die Stimmen abgegeben werden können, wobei der Zeitraum mindestens 72 Stunden betragen muss. Zu jedem Gegenstand, über den entschieden werden soll, muss in der Tagesordnung ein Vorschlag zur Beschlussfassung gemacht werden und die Tagesordnung in entsprechender Weise bekannt gegeben werden. Bei Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes hinsichtlich aller Anleihegläubiger und unter der Voraussetzung, dass alle Anleihegläubiger realistischerweise davon Gebrauch machen können, ist im Zusammenhang mit einer Beschlussfassung ohne Versammlung auch nach deutschem Recht die so genannte „Early Bird“ Consent Fee als mit § 6 Abs. 2 SchVG vereinbar anzusehen¹.

VIII. Rückkauf und Kündigung der Anleihe

1. Vorzeitiger Rückkauf (*Early Redemption*)

- 101 Grundsätzlich steht dem Emittenten einer High Yield Anleihe der Emissionserlös bis zum **Ende der Laufzeit** der Anleihe zur Verfügung, und er kann sie auch nicht vorher ablösen. Das ist für den Emittenten von Vorteil, wenn sich während der Laufzeit der Anleihe die Konditionen im Kapitalmarkt verschlechtern, Zinsniveaus steigen oder sich die Bonität des Emittenten verschlechtert. Für den Fall einer gegenläufigen Entwicklung, d.h. einer Verbesserung des Kapitalmarktumfelds oder sinkenden Zinsen, könnte der Emittent ein Interesse daran haben, die High Yield Anleihe vorzeitig zurückzuführen und sich im Markt günstiger zu refinanzieren. Gerade in einer solchen Situation laufen aber die Interessen des Emittenten den Interessen der High Yield Anleihegläubiger diametral entgegen, weshalb ein vom Emittenten einer High Yield Anleihe betriebener Rückkauf derselben nur unter bestimmten in den Anleihebedingungen im Detail festgelegten **Bedingungen** zulässig ist².
- 102 Die meisten High Yield Anleihebedingungen sehen vor, dass ein Emittent in der Regel immer nur dann zur jederzeitigen Rückzahlung der Anleihe innerhalb der Laufzeit derselben berechtigt ist, wenn er die Anleihegläubiger durch Zahlen einer **Prämie** für Verluste entschädigt, die diesen aufgrund der Ausübung dieses Rückkaufsrechts entstehen. Der Preis für den jederzeitigen Rückkauf einer High Yield Anleihe setzt sich in der Regel aus dem Nennbetrag der Anleihe, einer Prämie bzw. einem Aufgeld von zumeist 1 % und den noch ausstehenden, abgezinsten Zinsen für die Restlaufzeit der Anleihe zusammen (so genannte **Net Present Value** der Anleihe)³. Emittenten werden von diesem Rückkaufsrecht (so genannte **Make-whole Call**) nur dann Gebrauch machen, wenn die Refinanzierung der High Yield Anleihe wegen gesunkener Marktzinsen oder eines besseren Ratings des Emittenten günstiger ist als die Kosten des Make-whole Calls⁴.

1 Vgl. zu zulässigen Vorteilsgewährungen i.R.d. § 6 Abs. 2 SchVG auch *Vogel* in Preuß, SchVG, § 6 Rz. 23; ähnlich *Schmidtbleicher* in FK-SchVG, § 6 Rz. 35.

2 *Balz*, ZBB 2009, 401, 408; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 434.

3 Zur Berechnung des Net Present Value, s. *Plepelits*, CFL 2010, 119, 132 (Fn. 109).

4 American Bar Foundation, Commentaries on Model Debenture Indenture Provisions, S. 475; *Heitmann*, High-Yield-Anleihen, S. 106f.; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 434.

Darüber hinaus wird einem Emittenten von High Yield Anleihen in den Anleihebedingungen in der Regel auch das Recht eingeräumt, ab einem bestimmten Zeitpunkt (der so genannte **Non-call Period**) den Bond zu bestimmten Preisen abzulösen, die regelmäßig in Abhängigkeit zur regulären Restlaufzeit der Anleihe gestaffelt sind (so genannte **Fixed-price Call**). Die Non-call Period für einen Fixed-price Call beträgt in der Regel 3 bis 5 Jahre¹. Die Prämie (so genannte **Call Premium**) beträgt im ersten Jahr der Kündigungsmöglichkeit häufig 50 % des Kupons und reduziert sich zu den Folgeterminen stufenweise. Am letzten Rückkauftermin kann die Anleihe vom Emittenten in der Regel zum Nennbetrag zurückgekauft werden². Wirtschaftlich führt diese Bestimmung dazu, dass insbesondere institutionelle Anleger bei entsprechender **Marktzinsentwicklung** (d.h. bei niedrigen Refinanzierungskosten) von einem **Fixed-price Call** des Emittenten ausgehen³.

Häufig sehen die Anleihebedingungen auch die Möglichkeit eines vorzeitigen Rückkaufs eines Teils der High Yield Anleihe (üblicherweise bis zu maximal 35 %) für den Fall vor, dass der Emittent durch die Ausgabe von jungen Aktien neues Eigenkapital aufgenommen hat (so genannte **Equity Clawback**)⁴. In diesen Fällen werden die Mittel aus der Eigenkapitalaufnahme zur Rückführung eines Teils der High Yield Anleihe verwendet, zuzüglich der Bezahlung eines Call Premiums. Eine weitere Möglichkeit des Emittenten, die High Yield Anleihe vorzeitig zurückzuzahlen besteht im Falle bestimmter Änderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen (so genannte **Tax Redemption**).

2. Tender Offer und Exchange Offer

Alternativ zu den oben beschriebenen Optionen zum vorzeitigen Rückkauf der High Yield Anleihe kann ein Emittent den Anleihegläubigern ein **öffentliches Rückkaufangebot** gegen **Barzahlung** unterbreiten (so genannte **Tender Offer**), nach dessen erfolgreicher Durchführung die Anleihe und alle darin enthaltenen Covenants und anderweitigen Beschränkungen wegfallen. Je nachdem zu welchem Kurs die High Yield Anleihe zuletzt gehandelt hat, kann der öffentliche Rückkauf einer High Yield Anleihe kostengünstiger sein als die Ausübung eines Make-whole oder Fixed-price Calls.

In Betracht kommt auch, dass der Emittent als Gegenleistung für die „alten“ High Yield Anleihen **neue High Yield Anleihen zum Tausch** anbietet (so genannte **Exchange Offer**), deren Anleihebedingungen weniger restriktive Covenants und ggfs. andere Erleichterungen für den Emittenten enthalten⁵. Ein Tender Offer und ein Exchange Offer können auch in Kombination miteinander vorkommen, wenn ein Teil der „alten“ High Yield Anleihen in Bar abgegolten und ein Teil durch neue High

1 Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 748; Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 106; Strauch in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung, S. 256 Rz. 178; Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 434.

2 Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 748; Heitmann, High-Yield-Anleihen, S. 106; Strauch in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung, S. 256 Rz. 178; Kilgus in Schüppen/Schaub, Münchener Anwaltshdb. Aktienrecht, § 49 Rz. 40.

3 Schlitt/Hekmat/Kasten, AG 2011, 429, 434.

4 Fabozzi/Mann/Wilson in Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, S. 335; Kusserow/Dittrich, WM 2000, 745, 748; Harrer/Fisher, FB 2003, 781, 788.

5 Plepelits, CFL 2010, 119, 132.

Yield Anleihen ersetzt wird. Üblicherweise verbindet ein Emittent ein Tender Offer und ein Exchange Offer auch mit einer Consent Solicitation (s. Rz. 95 ff.), wonach die High Yield Anleihegläubiger durch die Zustimmung zum Umtausch der Anleihe gleichzeitig ihre Zustimmung (so genannte **Exit Consent**) zu dem weniger restriktiven Covenant Package geben (dieses Vorgehen nennt man im High Yield Jargon auch **Covenant Stripping**). Ein Tender Offer gegen Barzahlung kann mit einer recht einfach zu erstellenden Angebotsunterlage (so genannte **Offer to Purchase**) durchgeführt werden, während ein Exchange Offer – da eine neue High Yield Anleihe angeboten wird – in der Regel die Erstellung eines umfassenden **Offering Memorandums** erfordert. Auch nimmt die Durchführung eines Exchange Offers wesentlich mehr **Zeit** in Anspruch als etwa eine Consent Solicitation, da neben der Erstellung einer weitaus umfangreicheren Dokumentation auch bestimmte Vorschriften in Bezug auf die Dauer der Angebotsfrist bzw. andere Modalitäten der Durchführung eines Exchange Offers eingehalten werden müssen.

3. Defeasance; Satisfaction and Discharge

- 107 Die High Yield Anleihebedingungen bzw. eine Indenture nach New Yorker Recht räumt dem Emittenten in der Regel zudem zwei weitere Möglichkeiten ein, sich bestimmter bzw. aller Verpflichtungen aus den Anleihebedingungen ohne Zustimmung der Anleihegläubiger zu entledigen, selbst wenn dem Emittenten kein ordentliches Kündigungsrecht zusteht: die so genannte Defeasance und die Satisfaction and Discharge¹. Beide Fälle erfordern die **Hinterlegung von Beträgen** bei einem **Treuhänder**, die in mündelsicheren Wertpapieren, zumeist Bundesobligationen, angelegt werden; der Emittent hat nach Hinterlegung der Wertpapiere keinen Zugriff auf das entsprechende Treuhandkonto. Die Zahlungsströme aus den Wertpapieren müssen dabei ausreichen, um Zinsen, Kapital und eine allfällige Vorfälligkeitsentschädigung auf die zu kündigende High Yield Anleihe bis zum Fälligkeitstag bzw. bis zu dem Tag, an dem eine ordentliche Kündigung erstmals möglich ist, zu bedienen.
- 108 Bezüglich der Rechtsfolgen unterscheidet man bei der Defeasance zwischen der so genannte Legal Defeasance und der Covenant Defeasance. Im Falle einer **Legal Defeasance** erlöschen alle Verpflichtungen des Emittenten und allfälliger Garantiegeber gemäß den Anleihebedingungen und der Anleihe, wohingegen im Falle einer **Covenant Defeasance** nur bestimmte Covenants, insbesondere die Financial Covenants, erlöschen, die Verpflichtung zur Bedienung der Anleihe jedoch bestehen bleibt. Die Durchführung einer Defeasance setzt typischerweise die Einholung eines **Gutachtens** voraus, welches bestätigt, dass die Defeasance keine nachteiligen **steuerlichen Auswirkungen** auf die Anleihegläubiger hat. Da bei den derzeit geltenden Steuergesetzen in Deutschland, den USA und zahlreichen anderen Staaten ein solches Gutachten nur im Falle einer Covenant Defeasance möglich ist, hat die Legal Defeasance derzeit keine praktische Bedeutung. Die Rechtsfolgen einer Satisfaction and Discharge, die zwar nicht die Abgabe eines steuerrechtlichen Gutachtens voraussetzt, üblicherweise allerdings nur innerhalb eines Jahres vor dem erstmöglichen Rückzahlungstag durchgeführt werden kann, sind im Einzelfall unterschied-

¹ In Deutschland etwa im Falle der 270 Mio. Euro 8½ % Senior Notes 2004–2012 der SGL Carbon Luxembourg S.A.

lich ausgestaltet. Sie reichen vom Wegfall der Financial Covenants (ähnlich der *Covenant Defeasance*) bis zum vollständigen Erlöschen aller Verpflichtungen des Emittenten gemäß der Anleihebedingungen und der Anleihe (ähnlich der *Legal Defeasance*). Aufgrund der jeweils unterschiedlichen Rechtsfolgen wird eine frühzeitige Einbeziehung der **Wirtschaftsprüfer** des Emittenten empfohlen, um die bilanzielle Behandlung einer Defeasance bzw. einer Satisfaction and Discharge zu klären (insbesondere ob die Kriterien nach IAS 39 erfüllt sind).

Das Instrument der Defeasance bzw. der Satisfaction and Discharge wird üblicherweise eingesetzt, um dem Emittenten bestimmte (finanzierungs-)strukturelle Änderungen, wie eine **Verschmelzung** oder eine **Refinanzierung**, zu ermöglichen, die gemäß der Anleihebedingungen nicht zulässig wären. Der **Vorteil** der Defeasance bzw. der Satisfaction and Discharge gegenüber einem öffentlichen Rückkaufangebot (*Tender Offer*) oder der Einholung der Zustimmung der Anleihegläubiger zu einer Änderung der Anleihebedingungen (*Consent Solicitation*) liegt insbesondere in der zeitlichen Flexibilität¹ und in der Durchführungssicherheit².

4. Events of Default

Die Events of Default fassen die Fälle zusammen, welche die **Fälligestellung** (*Acceleration*) aller aus den High Yield Anleihen ausstehenden Verbindlichkeiten zur Folge haben oder haben können. Dazu gehören vor allem bestimmte Verletzungen der Anleihebedingungen durch den Emittenten (so genannte *Default*) wie das Nichtleisten fälliger Zahlungen, die Verletzung bestimmter Covenants oder die Nichterfüllung bestimmter Verpflichtungen für den Fall eines Kontrollwechsels. Auch der Zahlungsverzug in Bezug auf Ansprüche anderer Fremdkapitalgeber des Emittenten kann zur Fälligkeit der High Yield Anleihe führen (so genannte **Drittverzugs Klausel** oder *Cross Default Clause*)³, ebenso wie die Insolvenz des Emittenten, eines Restricted Subsidiaries oder der Wegfall eines Garantiegebers.

Nicht jeder Default begründet zugleich auch einen Event of Default. So führt regelmäßig die **Verletzung** „einfacher“ Covenants nicht automatisch zur sofortigen Fälligkeit der Anleihe. Vielmehr sehen die High Yield Anleihebedingungen für den Fall der Verletzung von Covenants typischerweise ein außerordentliches **Kündigungsrecht** vor, das entweder vom Anleihetreuhänder oder von den Anleihegläubigern selbst ausgeübt wird⁴. In diesen Fällen sehen die Anleihebedingungen normalerweise vor, dass eine Fälligestellung wegen Verletzungen von Covenants erst in Frage kommt, wenn der Anleihetreuhänder oder 25 % der Anleihegläubiger die Verletzung gegenüber dem Emittenten gerügt haben und der Emittent den Verstoß gegen den jeweiligen Covenant innerhalb einer bestimmten Frist, die in der Regel 30 bis 60 Tage

1 Für ein Tender Offer bzw. eine Consent Solicitation ist u.a. die Erstellung eines Angebotsdokuments – Offer to Purchase bzw. Consent Solicitation Statement – erforderlich, sowie ein Zeitraum von mindestens vier Wochen einzuplanen.

2 Im Falle eines Tender Offers bzw. einer Consent Solicitation besteht ein gewisses Risiko, dass u.U. nicht die notwendige Mehrheit der Anleihegläubiger für eine Änderung der Anleihebedingungen erreicht wird.

3 Dazu auch § 17 Rz. 75 ff.

4 *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 434f.; für eine ausführliche Diskussion der Kündigungsrechte von Anleihegläubigern (*Events of Default*), s. § 17 Rz. 72 ff.

beträgt, nicht behoben hat (so genannte *Grace Period*)¹. Demgegenüber führt die Verletzung einiger bestimmter Bestimmungen der Anleihebedingungen – wie z.B. das Ausbleiben fälliger Zahlungen – oder besonders gewichtiger Covenants zur sofortigen Fälligkeit aller aus der High Yield Anleihe ausstehenden Verbindlichkeiten.

- 112 Damit ein Anleihetreuhänder (und über ihn die Anleihegläubiger) überhaupt von einem Verstoß gegen Covenants in **Kenntnis** gesetzt wird, sehen die Anleihebedingungen bzw. die Indenture für eine High Yield Emission immer eine Verpflichtung des Emittenten vor, dem Anleihegläubiger Verstöße gegen die Anleihebedingungen unverzüglich anzuzeigen. Der Anleihetreuhänder muss diese Informationen dann an die Anleihegläubiger weiterleiten². Die tatsächliche Fälligkeit einer High Yield Anleihe tritt in der Regel erst dann ein, wenn der Anleihetreuhänder oder 25 % der Anleihegläubiger nach Erfüllung der in den Anleihebedingungen enthaltenen (und oben beschriebenen) formalen Erfordernisse die Fälligkeit derselben erklären.
- 113 Darüber hinaus kommen im Falle einer Verletzung der Anleihebedingungen, insbesondere der Covenants, grundsätzlich auch vertragliche **Schadensersatzansprüche** der Anleihegläubiger gegen den Emittenten in Betracht, wobei es in der Praxis schwierig sein kann, einen Schaden zu beziffern und nachzuweisen³.

1 *Whelan* in Maxwell/Shenkman, Leveraged Financial Markets, S. 171, 191; *Balz*, ZBB 2009, 401, 409; *Schlitt/Hekmat/Kasten*, AG 2011, 429, 435.

2 *Plepelits*, CFL 2010, 119, 122; *Kenadjian* in Baums/Cahn, Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, S. 259 f.

3 So auch *Plepelits*, CFL 2010, 119, 130.