

Bad Nauheim, 23. September 2010

Lernen vom Kapitalmarkt

Henner Böttcher, CFA, Group Treasurer,
HeidelbergCement AG


Eckhard Martin, Partner, Noerr LLP

BERLIN
BRATISLAVA
BUDAPEST
BUKAREST
DRESDEN
DÜSSELDORF
FRANKFURT/M.
KIEW
LONDON
MOSKAU
MÜNCHEN
NEW YORK
PRAG
WARSCHAU

NOERR.COM

Noerr


High Yield Bonds



PHOENIX
Pharmahandel GmbH & Co KG

PHOENIX
Pharmahandel
GmbH & Co. KG
500 Mio. Euro

Juli 2010




HEIDELBERGCEMENT

HeidelbergCement AG

4,55 Mrd. Euro

Oktober 2009/
Juli 2010




Continental

Continental AG

750 Mio. Euro

Juli 2010




SAP

SAP Deutschland
AG & Co. KG

1 Mrd. Euro

April 2010



celesio

Celesio AG

500 Mio. Euro

April 2010




NORDENIA
INTERNATIONAL

Nordenia
International AG

280 Mio. Euro

Juli 2010




Kabel Deutschland

Kabel Deutschland
Holding AG

45 Mio. Euro

März 2010



DÜRR

Dürr AG

150 Mio. Euro

September 2010



CEMEX

Cemex
Deutschland AG

350 Mio. Euro

Dezember 2009



STADA
Arzneimittel

STADA
Arzneimittel AG

350 Mio. Euro

April 2010

High Yield Bonds

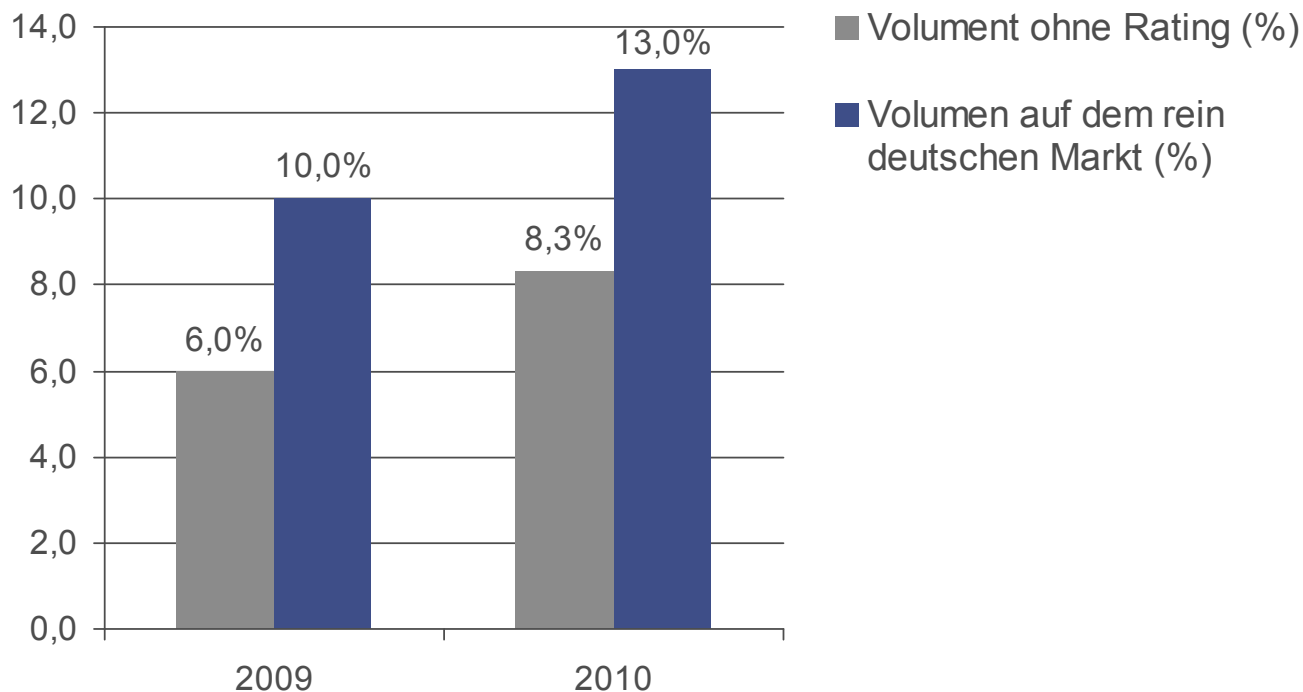
Hoch-verzinsliche Anleihen (High Yield Bonds) werden wieder in größerem Umfang im Rahmen von Refinanzierungen emittiert. Teilweise unterliegen Sie deutschem Recht und nicht mehr NY Law.

Teilweise haben Sie kein Rating und werden trotzdem platziert.

Was steckt dahinter?

Neue Entwicklungen am Kapitalmarkt

Die Volumina steigen an, sowohl im Bereich der Anleihen mit Rating als auch derer ohne Rating.



Syndizierte Darlehen vs. High Yield Bonds (1)

Dazu muss man ein wenig ausholen...

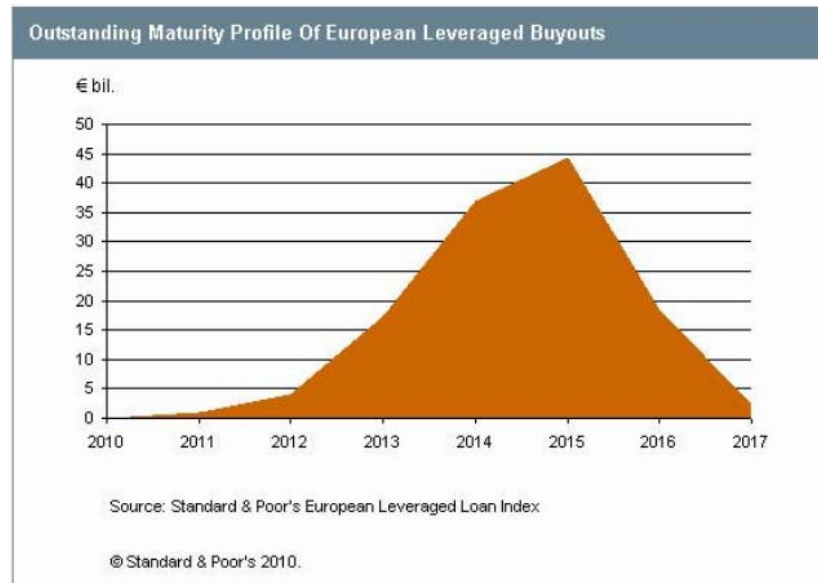
- Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsbedarf sehen – wenn ihre Kreditwürdigkeit nicht auch langfristig über jeden Zweifel erhaben ist – einer ernsthaften Bedrohung ins Auge.
- Viele Banken sind bei der Vergabe neuer oder der Prolongation bestehender Kredite sehr zurückhaltend.
- Viele Unternehmen werden sich angesichts dessen intensiv nach EK umsehen müssen. Aber auch bei der Fremdfinanzierung sind Alternativen zum Bankkredit auszuloten, vor allem, wenn man bei der Refinanzierung die besondere Gefahrenzone der Jahre 2012 bis 2014 meiden möchte.

Syndizierte Darlehen vs. High Yield Bonds (2)

- 46% Rückgang der Vergabe syndizierter Unternehmenskredite 2009 gegenüber 2008 (Bericht von Dealogic)

Keine Wende 2010 – Im Gegenteil

- drastische Erhöhung der EK-Anforderung an Kreditinstitute durch CRD II und Basel III droht
- dadurch weitere Verkürzung von Bankbilanzen sowie signifikante Verteuerung von Krediten
- gleichzeitig neue Refinanzierungswelle: 2011 - 2015 werden syndizierte Kredite an hochverschuldete europäische Unternehmen im Volumen von 900 Mrd. USD fällig



▶ Ein drastischer Wettbewerb um die schrumpfenden Bankbilanzen ist vorhersehbar.

Syndizierte Darlehen vs. High Yield Bonds (3)

Anleihen als Alternativen für Unternehmen

Investment Grade	Non Investment Grade/ High Yield Bond
<ul style="list-style-type: none">■ unabhängig von Banken => Unternehmen können sich direkt an Anleger wenden■ lange Laufzeiten■ auch für nicht Kapitalmarkt orientierte Unternehmen zugänglich => erforderlich meist nur externes Rating, setzt keine Notierung von Aktien oder anderen Schuldtiteln voraus■ für bekannt kreditwürdige Unternehmen ist Rating verzichtbar (bspw. SAP)	<p>Falls der Verschuldungsgrad für Investment Grade zu hoch ist =></p> <ul style="list-style-type: none">■ Anleihebedingungen enthalten:<ol style="list-style-type: none">(1) Mechanismen zur Sicherung des Schuldendienstes der Emittentin(2) Positiv- und Negativverpflichtungen ähnlich den Regelungen in syndizierten Krediten■ Verletzung der Positiv- oder Negativverpflichtungen berechtigt die Investoren zur Kündigung der Anleihe

Syndizierte Darlehen vs. High Yield Bonds (4)

Lerneffekte aus aktuellen Platzierungen:

- langfristige Bindung durch Anleihebedingungen und Korsett aus Positiv- und Negativverpflichtungen



- Sicherung des Freiraums und der Flexibilität für notwendige unternehmerische Entscheidungen
- Begrenzte Flexibilität in der Ausgestaltung der Anleihebedingungen; handhabbare Methoden zur nachträglichen Anpassung der Anleihebedingungen sind zwingend erforderlich
- Aber wie?

Syndizierte Darlehen vs High Yield Bonds (5)

Syndizierter Loan

- maintenance covenants
 - leverage ratio (net debt/EBITDA)
 - interest coverage ratio (Zinsaufwand/EBITDA)

High Yield Bond

- incurrence covenants
 - leverage ratio (net debt/EBITDA)
 - interest coverage ratio (Zinsaufwand/EBITDA)

 Gleicher Text, großer Unterschied

Syndizierte Darlehen vs High Yield Bonds (6)

Syndizierter Loan

High Yield Bond

Vorteile

- + Flexibel beim Gesamtvolumen
- + billiger (commitment fee)
- + Abänderung einfacher; Darlehensgeber sind bekannt; weniger Investoren wegen größerer Stückelung
- + geringerer Arbeitsaufwand
- + keine Prospekthaftung
- + kein aufwendiges reporting
- + keine verhaltenseinschränkende covenants

- + Der Emissionserlös steht für die gesamte Laufzeit zur Verfügung, ganz egal, was mit dem Unternehmen passiert, solange kein default eintritt

Nachteile

- maintenance covenants

- incurrence covenants

Incurrence Covenants (1) – Limitation on Indebtedness

- Bis zu welcher Höhe darf die restricted group weiteres Fremdkapital aufnehmen?

Grundsatz	Ausnahmen
<ul style="list-style-type: none">■ Verbot der Aufnahme von Fremdverbindlichkeiten	<ul style="list-style-type: none">■ sog. ratio debt (d.h. neue Fremdverbindlichkeiten, die nichts daran ändern, dass immer noch leverage ratio oder interest coverage ratio eingehalten werden■ man schaut auf das konsolidierte EBITDA und die konsolidierte Nettoverschuldung bzw. Zinsaufwendungen der restricted group für die letzten vier Quartale■ IC Verbindlichkeiten zwischen Mitgliedern der restricted group■ Refinanzierung bereits bestehender Fremdverbindlichkeiten■ Schulden, die aus Akquisitionen stammen, sofern die restricted group danach noch mindestens ein Euro ratio debt aufnehmen darf und■ Basket (frei)...

Incurrence Covenants (2) – Limitation on Restricted Payments

Grundsatz	Limit für Ausschüttungen an
<ul style="list-style-type: none">■ Ausgleich zwischen Ausschüttung vs. Gewinnthesaurierungspolitik	<ul style="list-style-type: none">■ Mitglieder der restricted group (typischerweise der Höhe nach)■ Nicht-Mitglieder der restricted group nur wenn<ul style="list-style-type: none">– kein Default unter den Anleihebedingungen,– mindestens noch die Fähigkeit zur Aufnahme von mindestens ein Euro ratio debt verbleibt und– kumulierte restricted payments übersteigen seit Emission nicht 50% der summierten Konzernergebnisse

Incurrence Covenants (3) – Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries

Grundsatz	Ausnahmen
<ul style="list-style-type: none">■ Beschränkungen der Ausschüttungsfähigkeit von Töchtern an Mütter sowie Verbot der Beschränkung von Darlehen an den Emittenten oder andere restricted subsidiary	<ul style="list-style-type: none">■ Bestehende Restriktionen■ Restriktionen erworbenen Gesellschaften, die restricted subsidiaries werden■ Restriktionen aus Refinanzierungen, solange die bondholder nicht schlechter gestellt werden■ Restriktionen aus zusätzlichen Fremdfinanzierungen, solange die bondholder nicht schlechter gestellt werden

Incurrence Covenants (4) – Limitation on Liens

Grundsatz	Ausnahmen
<ul style="list-style-type: none"><li data-bbox="112 386 649 519">■ Verbot von Verpfändung von assets der Mitglieder der restricted group	<ul style="list-style-type: none"><li data-bbox="716 386 1537 611">■ sog. permitted liens (gesetzliche Pfandrechte und Pfandrechte anderer Kreditinstrumente. Bestellung von Pfandrechten bei Refinanzierungen von besicherten Verbindlichkeiten

Incurrence Covenants (5) – Limitation on Sales of Assets

Grundsatz	Ausnahmen
<ul style="list-style-type: none">■ Verkauf von assets der Emittentin und der restricted group nur zu „fair-market-Preisen“ und nur gegen mindestens 75% in cash/cash equivalents■ Geld darf nicht zur Befriedigung von Schuldnern benutzt werden, die nicht vorrangig oder gleichrangig in der Insolvenz rangieren	<ul style="list-style-type: none">■ Cash darf innerhalb von einem Jahr (i) zur Rückführung von senior debt oder (ii) pari passu debt benutzt werden, soweit in demselben Maß Bonds zurückgekauft werden■ Cash darf zu Neuinvestitionen innerhalb von einem Jahr benutzt werden, ansonsten zum „pro-rata-Rückkauf“ per Tender von Bonds zu par

Incurrence Covenants (6) – Limitation on Affiliate Transactions

Grundsatz	Ausnahmen
<ul style="list-style-type: none">■ Verkauf von assets an affiliates (kontrollierte oder die Emittentin kontrollierende Gesellschaften) nur zu „arms-length-Konditionen“	<ul style="list-style-type: none">■ Schon zulässig nach den anderen covenants■ Kapitalerhöhungen■ Vergleichbare Transaktionen

Anleihe nach deutschem oder amerikanischen Recht (1)

Warum ist das von Interesse?

- Mitte 2009: collective action clauses sind nach deutschem Recht durchsetzbar, wenn sie in den Anleihebedingungen vereinbart werden (vgl. neues SchVG) (opt-in). Mit ihnen lassen sich Änderungen der Anleihebedingungen mit Mehrheitsbeschluss umsetzen
- schon lange nach amerikanischem Recht möglich, deutsches Recht ist aber weitreichender

Anleihe nach deutschem oder amerikanischen Recht (1)

Warum ist das von Interesse?

Beispiele

- Änderung der Fälligkeit / Verringerung / Verzicht auf Zinsen und/oder Hauptforderung
- Nachrang im Insolvenzverfahren der Gesellschaft
- Tausch der Forderung in Anteile der Gesellschaft, andere Leistungsversprechen bzw. neue Anleihe
- Austausch/Freigabe von Sicherheiten
- Änderung der Währung
- Verzicht auf Kündigungsrecht wegen Verletzung von covenants
- Ernennung/Abberufung eines gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger

Exkurs: **Schon in den Anleihebedingungen regeln oder erst später?**

Partizipation der Anleihegläubiger an Kreditsicherheiten; Beitritt zum Sicherheitenpoolvertrag mit sonstigen kreditgebenden Banken; gleichrangige Sicherheit; gleiches Stimmrecht bei der Verwertung von Sicherheiten. HY Bond kann in Finanzierungs- und Besicherungsstruktur eingefügt werden unter Vermeidung von strukturellem Nachrang

- einfache Mehrheit; bei wesentlichen Änderungen: mindestens 75% (anders US: 90%)

Anleihe nach deutschem oder amerikanischen Recht (2)

- Die Rechtswahl richtet sich in der Praxis nach folgenden – weichen – Kriterien:

1) Wo findet die Platzierung statt?

- bei QIBs ► US
- in Europe/DT ► DT

2) Gewohnt mit US Recht umzugehen?

- wenn ja ► US
- sonst ► DT multi-national agierender Konzern, US mittelständisch, eher DT und Europe ausgerichtet, DT

3) NY Gerichtsbarkeit:

- wenn akzeptabel ► US
- sonst ► DT

4) Kosten:

- wenn höhere Kosten kein Problem sind ► US
- sonst ► DT

- 5) **Verfassung der Anleihebedingungen** nach deutschem Recht ist schlanker wegen deutscher Auslegungsgrundsätze; dies ermöglicht einen erleichterten Umgang mit dem High Yield Bond.

Ihr Ansprechpartner



Eckhard Martin
Rechtsanwalt
Attorney-at-law (New York)
T +49 69 971477240
eckhard.martin@noerr.com

Noerr LLP
Börsenstraße 1
60313 Frankfurt am Main

Standorte

Berlin

Noerr LLP
Charlottenstraße 57
10117 Berlin
Deutschland
T +49 30 20942000

Bratislava

Noerr s.r.o.
AC Diplomat
Palisády 29/A
81106 Bratislava
Slowakische Republik
T +421 2 59101010

Budapest

Kanzlei Noerr & Partner
Fő utca 14-18
1011 Budapest
Ungarn
T +36 1 2240900

Bukarest

S.P.R.L. Menzer & Bachmann -
Noerr
Str. General Constantin
Budişteanu nr. 28 C, Sector 1
010775 Bukarest
Rumänien
T +40 21 3125888

Dresden

Noerr LLP
Paul-Schwarze-Straße 2
01097 Dresden
Deutschland
T +49 351 816600

Düsseldorf

Noerr LLP
Speditionstraße 1
40221 Düsseldorf
Deutschland
T +49 211 499860

Frankfurt am Main

Noerr LLP
Börsenstraße 1
60313 Frankfurt am Main
Deutschland
T +49 69 9714770

Kiew

Noerr TOV
Vul. Khreschatyk, 7/11
01001 Kiew
Ukraine
T +380 44 4953080

London

Noerr LLP
Tower 42, Level 40 Leaf A
25 Old Broad Street
London EC2N 1HQ
Großbritannien

Moskau

Noerr OOO
1-ya Brestskaya ul. 29
125047 Moskau
Russische Föderation
T +7 495 7995696

München

Noerr LLP
Brienner Straße 28
80333 München
Deutschland
T +49 89 286280

New York

Noerr LLP
Representative Office
885 Third Avenue, Suite 2406
New York, NY 10022
USA
T +1 212 4331396

Prag

Noerr v.o.s.
Na Poříčí 1079/3a
110 00 Prag 1
Tschechische Republik
T +420 233 112111

Warschau

Noerr Sp. z o.o. Spiering Sp. k.
Al. Armii Ludowej 26
00-609 Warschau
Polen
T +48 22 5793060

info@noerr.com
www.noerr.com

Noerr