

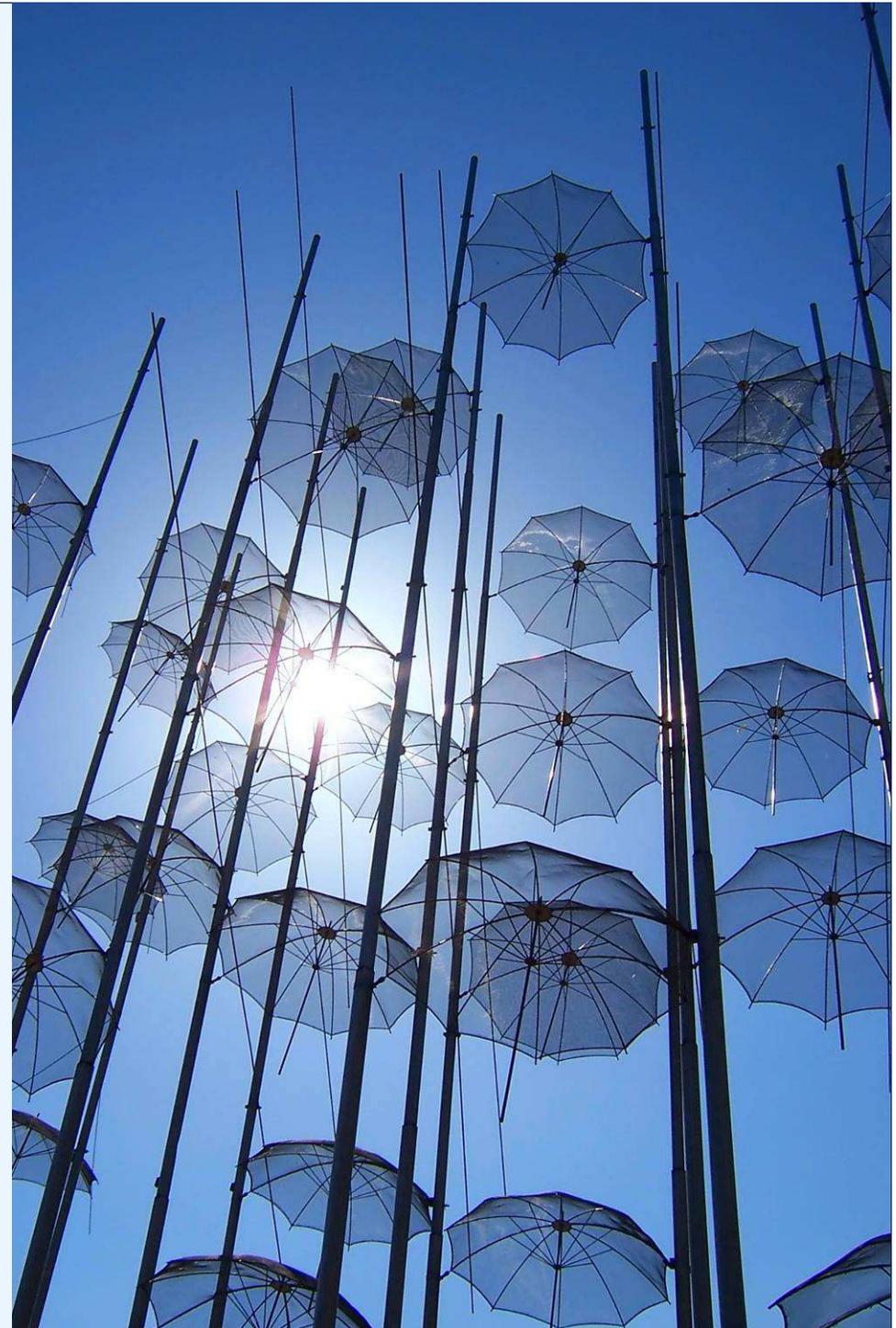
# Debt Capital Markets – Aktuelle Fragen und Entwicklungen 2014

ILF – Frankfurter Corporate  
Finance Forum 2013

Dr. Christoph L. Gleske, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP  
Matthias Freiherr von Tiesenhausen, Deutsche Bank AG  
21. November 2013

---

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP



# Übersicht

---

## Aktuelle Entwicklungen und Fragen der Rechtsanwendung 2013

- Wichtige Erfahrungen mit der novellierten EU-ProspVO bei DIP
- Die Bund-Länder-Anleihe
- Die Franken Anleihe
- Weiterentwicklung des Marktes für “German Law High Yield Bonds”
- Investment Grade-Anleihen deutscher Immobiliengesellschaften
- Vorausschau 2014 – “zusätzliches Kernkapital” nach CRR
- Neue Entwicklungen bei OFAC-Klauseln in Übernahmeverträgen und Due Diligence

## Fortentwicklung des Schuldverschreibungsrechts 2013

- Arbeitskreis Schuldverschreibungsrecht beim ILF zur Reform des Schuldverschreibungsgesetzes 2009
- BGH zum Schutz von Genusschein gläubigern bei vertraglicher Konzernierung der Emittentin
- BGH zu Schuldnerersatzungsklauseln

## Wichtige Erfahrungen mit der novellierten EU-ProspVO bei DIP

---

- Optionsmodell unter Marktteilnehmern etabliert – keine strukturell schwerwiegenden Kommentare von Seiten der CSSF
- Anforderung der EU-ProspektVO alle vor Billigung bekannten Informationen bzw. bestimmbareren Regelungen in den Hauptteil des Basisprospekts aufzunehmen
- Beschränkt die Möglichkeit der Erweiterung/Ergänzung von Produkten/Produktionen während Gültigkeit des Basisprospektes mittels Nachtrags
- Verschiedene Nachträge bei von CSSF gebilligten Basisprospekte, die Änderungen/Erweiterungen enthielten, z.B.
  - Aufnahme von Anleihebedingungen einzelner ausstehender Alt-Anleihen, um Aufstockungen zu ermöglichen;
  - Aufnahme von währungsabhängigen Bestimmungen (z.B. für Renminbi-Anleihen)
  - Anpassungen auf Grund v. Änderungen der (aufsichts-) rechtlichen Rahmenbedingungen (z.B. CRD IV / CRR)

## Wichtige Erfahrungen mit der novellierten EU-ProspVO bei DIP / Ausblick (1)

---

- European Securities and Markets Authority (ESMA) Consultation Paper vom 15. März 2013 (Draft regulatory technical standards (RTS) on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus)
- Kommentarfist der Marktteilnehmer bis 14. Juni 2014; Frist für die Weiterleitung der RTS an die EU Kommission bis 1. Januar 2014
- Stellungnahmen eingereicht u.a. von DK, DDV, ICMA, EBF

# Wichtige Erfahrungen mit der novellierten EU-ProspVO bei DIP / Ausblick (2)

---

## Kritik an RTS-Entwurf:

- Keine Aussagen zur Frage der Produktänderung und/oder –ergänzung enthalten; ESMA wird die weitere Entwicklung lediglich beobachten und bewerten;
- Kritisierte Anschauung, dass Art. 16 Prospektrichtlinie sowohl positive als auch negative Änderungen erfasse
- Keine Definitionen von "material" oder "significant" (insbesondere auch keine Festlegung von Schwellenwerten); Art. 16 (1) Prospektrichtlinie soll im Zusammenhang mit Art. 5(1) Prospektrichtlinie gelesen werden
- Forderung nach Nachträgen z.B. bei:
  - Veröffentlichung von geprüften Jahresabschlüssen;
  - Zulassung v. Wertpapieren an zusätzlichen regulierten Märkten;
  - Erlass von Urteilen in Rechtsstreitigkeiten oder Schiedsverfahren, die im Prospekt beschrieben wurden;
  - Erhöhung des Programmvolumens



## Die Bund-Länder-Anleihe

---

- Unterschiede gegenüber den sog. Länder-Jumbos
- Elf teilnehmende Emittenten: Nordrhein-Westfalen (20%), Berlin (13,5%), Bremen (13,5%), Bundesrepublik (13,5 %), Schleswig-Holstein (8 %), Brandenburg (6,75 %), Rheinland-Pfalz (6,75 %), Saarland (6,75 %), Hamburg (5,25 %), Mecklenburg-Vorpommern (3,25 %), Sachsen-Anhalt (2,75 %)
- Zielsetzung der Emission und Pricing
- Besonderheiten der Dokumentation
  - Teilschuldnerische Haftung der Emittenten aus der Anleihe
  - CAC bzgl. des Anteils des Bundes

## Die Franken-Anleihe vom Mai 2013

---

- Erste gemeinsam von zwei Städten begebene Anleihe
- Stadt Nürnberg haftet für EUR 80 Millionen, Stadt Würzburg für EUR 20 Millionen
- (Gemeinsame) Gemeindeanleihen ein Trend? Treibende Faktoren:
  - Regulierung des Bankensystems; Auswirkungen auf die Kreditvergabe von Banken
  - Bisherige Nutzung von Schuldverschreibungen ggü. Krediten und Kassenkrediten
  - Rechtliche Privilegierungen für den Zugang zum Kapitalmarkt

## “German Law High Yield Bonds” (1)

---

„High Yield“: Rating schwächer als BBB- (S&P) bzw. Baa3 (Moody's)

Zunehmende Hinwendung schwächerer Kredite zum öffentlichen Kapitalmarkt

### Zentrale Strukturmerkmale von Hochzinsanleihen

- Strenger Pflichtenkatalog für den Emittenten zur Sicherung der Kreditparameter und der Cashflows zur Bedienung der Anleihe (ähnlich Kreditvertrag)
  - v.a. „financial covenants“, aber „incurrence-based“ statt „maintenance-based“
- Garantien durch die wesentlichen cash-generierenden Gesellschaften des Konzerns
- Besicherung
  - v.a. Pfandrechte über Garanten, konzerninterne Forderungen, aber auch weitergehende Sachsicherheiten
- Kreditorenvereinbarungen zur Koordination der Finanzgläubiger bei
  - Verwertung von Sicherheiten
  - Verteilung von Verwertungserlösen zwischen Kreditgebern

## “German Law High Yield Bonds” (2)

---

### Unzulänglichkeiten des deutschen Schuldverschreibungsrechts bis 2009

- Keine hinreichend flexible Möglichkeit zur Anpassung von Anleihebedingungen
- Keine Möglichkeit der Bestellung einer Person, die – ggf. unter Ausschluss der eigenen Rechte der Anleihegläubiger – Rechte für die Gesamtheit aller Anleihegläubiger wahrnimmt
- Deswegen traditionell Anwendung New Yorker Recht, unter dem Hochzinsanleihen in den 1970er Jahren entwickelt wurden

### Schuldverschreibungsgesetz von 2009

- Weitreichende Möglichkeit zur Änderung von Anleihebedingungen aufgrund von Mehrheitsbeschlüssen der Gläubiger
  - Im internationalen Maßstab nur sehr „schwache“ Mehrheiten erforderlich
- Aber: Praktisch keine Erfahrungen mit kritischen Mehrheitsbeschlüssen bei nach 2009 emittierten Hochzinsanleihen
  - Anwendungsprobleme als Folge der Q-Cells/Pfleiderer-Rechtsprechung des OLG Frankfurt sind hier irrelevant
  - Problem liegt in der potentiellen Verzögerung der Umsetzung von Beschlüssen aufgrund von Anfechtungsklagen
  - Risikofaktor per se

## “German Law High Yield Bonds” (3)

---

### Gemeinsamer Vertreter

- Wer übernimmt die Rolle?
- Zentrale Aufgabe: „Transmissionsriemen“ zwischen Anleihegläubigern und Gesamtheit der durch eine Kreditorenvereinbarung verbundenen Finanzgläubiger
  - Gemeinsamer Vertreter wird durch Anleihebedingungen bestellt
  - Er tritt für die Anleihegläubiger der Kreditorenvereinbarung als „besicherte Partei“ bei
  - Er beteiligt sich für die Anleihegläubiger an Kollektiventscheidungen der Finanzgläubiger
  - Hierfür lässt er sich durch die Anleihegläubiger durch Beschluss instruieren

### Probleme

- Fristen: Mindestens sechs Wochen von Einladung bis Umsetzung
- Numerus clausus der Beschlusszwecke nach SchVG 2009
  - z.B. „\$ for \$ voting“?

## Investment Grade-Anleihen von Immobiliengesellschaften (1)

---

„Investment Grade“: Rating mindestens BBB- (S&P) bzw. Baa3 (Moody's)

### Traditionelle Finanzierungsstruktur von Immobiliengesellschaften

- Deckungsstockfähiger Hypothekarkredit auf Objekten
- Weiterer Leverage über nachrangige Finanzierungen, insbesondere Residential/Commercial Mortgage Backed Securities (RMBS/CMBS)
- Oder: Vollverbriefung

### Traditionelle Investment Grade-Anleihen

- Negativverpflichtung des Emittenten
  - Dingliche Besicherung von „Kapitalmarktverbindlichkeiten“ verpflichtet Emittent zur gleichrangigen Mitbesicherung der Anleihen
- Keine Financial Covenants

## Investment Grade-Anleihen von Immobiliengesellschaften (2)

---

### Debuttransaktionen der Deutsche Annington Immobilien SE

- Adaption von US-REIT-Anleihen
- Financial Covenants - „incurrence-based“, d.h. auch unter Berücksichtigung neu aufgenommener Verschuldung
  - dürfen die konsolidierten Finanzverbindlichkeiten 60% der konsolidierten bilanziellen Aktiva nicht übersteigen (LTV1)
  - dürfen die dinglich besicherten konsolidierten Finanzverbindlichkeiten 45% der konsolidierten bilanziellen Aktiva nicht übersteigen (LTV2)
  - muss das konsolidierte EBITDA mindestens das 1,8-fache der konsolidierten Nettozinsverbindlichkeiten betragen

und

- „Maintenance of Unencumbered Assets“, d.h.
  - Es müssen stets pfandrechtsfreie Vermögensgegenstände mit einem Buchwert von wenigstens 125% der unbesicherten konsolidierten Finanzverbindlichkeiten vorhanden sein



## “Zusätzliches Kernkapital” nach CRR (1)

---

Hybrides Kernkapital neuen Typs für Banken: „Zusätzliches Kernkapital“, das die Anforderungen der Art. 51 CRR erfüllt

- „Basic capital requirement“: Mindestens 8% der risikogewichteten Aktiva
  - 4,5% Common Equity Tier-1 („hartes Kernkapital“)
  - 1,5% Additional Tier-1 („zusätzliches Kernkapital“)
  - 2% Tier-2 Capital („Ergänzungskapital“)
- Zusätzliche Kapitalpuffer nur durch hartes Kernkapital („fully phased-in“ ab 1. Januar 2019)
  - 2,5% Capital Conservation Buffer
  - Bis zu 2,5% Countercyclical Capital Buffer
  - Bis zu 5% buffer for systemically important institutions and macroprudential risk
- Leverage Ratio: Total Tier-1 Quote von wenigstens 3% der nicht risikogewichteten Aktiva (bis 2018, aber Berichtspflicht ab 2015)



## “Zusätzliches Kernkapital” nach CRR (2)

---

### Wesentliche Gestaltungsmerkmale

- Tiefer Nachrang
- Unbegrenzte Laufzeit
  - Ausschließliches Kündigungsrecht der Bank
  - Erfordernis der aufsichtsbehördlichen Zustimmung
  - Keine Anreize zur Kündigung (z.B. Zins-Step-up)
- Freies Ermessen hinsichtlich der Zahlung von Zinsen
  - Nichtzahlung führt zum endgültigen Wegfall des Zinsanspruchs
  - Zahlung hat zu entfallen, wenn diese nicht durch freies Vermögen (=theoretische Dividendenkapazität) gedeckt ist
- Mechanismen zur Sicherung einer CET1-Quote von mindestens 5,125%
  - Temporäre Herabschreibung des Nominals (keine „Verlustbeteiligung“!)
  - Wandlung in CET1-Instrumente (=Aktien)
- Emissionen durch BBVA (Spanien), Société Generale, Credit Agricole und Barclays bereits erfolgt

## “Zusätzliches Kernkapital” nach CRR (3)

---

### Aktienrechtliche Rahmenbedingungen

- Qualifikation als Genussrecht im Sinne von § 221 Abs. 3 AktG wahrscheinlich angemessen
  - Grund: Ausschüttungsfähiges Vermögen als Bezugsgröße und der Möglichkeit zur Zinszahlungen
- Bei Möglichkeit zur Wandung in Aktien Qualifikation als Wandel-Genussrecht im Sinne von § 221 Abs. 1, Abs. 3 AktG
  - Aber: Reine Pflichtwandelanleihe, deswegen Zulässigkeit nach § 221 Abs. 1 AktG und Möglichkeit zur Deckung durch bedingtes Kapital umstritten
  - Reine Pflichtwandelanleihen sollten durch Aktienrechtsreform 2011/2012/2013 abgesichert werden
  - Regelungsbedürftig: Erweiterung des erleichterten Bezugsrechtsausschlusses entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG

### Steuerliche Rahmenbedingungen

- Abzugsfähigkeit des Zinsaufwands?
- Einbehalt von Kapitalertragsteuer durch Emittenten?



# Neue Entwicklungen bei OFAC-Klauseln in Übernahmeverträgen und Due Diligence

---

- Hintergrund: Das Office of the Foreign Assets Control (OFAC) beim Finanzministerium der USA ist zuständig für die Überwachung von Handels- und Wirtschaftssanktionen, die die USA aus Gründen der Außenpolitik u. nationaler Sicherheitsinteressen gegen Staaten, Organisationen und Individuen verhängt haben
- Anforderungen zur Einhaltung der Sanktionen richten sich auch an Nicht-US-Banken, die Wertpapiere im Primärmarkt inner- oder außerhalb der USA platzieren
- Verstärkte Vollstreckungsbemühungen der US-Behörden in 2012/2013
- Möglicher Konflikt mit § 7 Außenwirtschafts-VO
- Empfohlenes Vorgehen: Durchführung von Business Due Diligence und Erhalt von Zusicherungen bzgl. OFAC in Übernahmeverträgen durch die Banken
- Lösungsvorschläge des Frankfurter ECM-Roundtable vom August 2012



# Arbeitskreis Schuldverschreibungsrecht beim ILF zur Reform des Schuldverschreibungsgesetzes 2009

---

- Initiative
- Teilnehmer
- Zielsetzung
- Ausgewählte Themenkreise und Fragestellungen
  - Anwendbarkeit des SchVG bei Nebenbestimmungen ausländischen Rechts und für Anleihen der öffentlichen Hand
  - Reformbedarf der Regelungen zur Abstimmung ohne Versammlung
  - Möglichkeit zur einheitlichen Abstimmung über mehrere Anleihen hinweg oder gemeinsam mit anderen Gläubigergruppen, z.B. Kreditgeber
  - Neufassung der Regeln über die Kündigung von Schuldverschreibungen



# BGH zum Schutz von Genussscheingläubigern bei vertraglicher Konzernierung der Emittentin (1)

---

## Tatbestand

- Verschiedene Kreditinstitute begaben Genussscheine, die den Anforderungen von § 10 Abs. 5 KWG a.F. genügten
  - Zinszahlungen nur, wenn und soweit dadurch im maßgeblichen Geschäftsjahr kein Bilanzverlust eintritt
  - Herabschreibung des Rückzahlungsanspruchs, wenn und soweit dies zum Ausgleich eines Bilanzverlusts erforderlich ist
- Emittenten wurden unter Gewährung gleichwertiger Rechte auf Beklagte verschmolzen
- Im Jahr 2007 schloss Beklagte Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit ihrer Mutter ab. Der Ermittlung von Garantiedividende und Abfindung lag eine positive Ertragsprognose für die Beklagte zugrunde
- Für das Geschäftsjahr 2008 zahlte Beklagte Zinsen auf Genussrechte, obwohl sie einen Bilanzverlust auswies
- Für die Geschäftsjahre ab 2009 verweigerte die Beklagte die Zinszahlungen und beteiligte die Genussscheine an Bilanzverlusten. Ohne Berücksichtigung der Effekte des Unternehmensvertrages seien Bilanzverluste eingetreten



# BGH zum Schutz von Genussscheingläubigern bei vertraglicher Konzernierung der Emittentin (2)

---

## Streitstand vor der BGH-Entscheidung

- Ausgleichsanspruch der Inhaber analog § 304 AktG gegen das herrschende Unternehmen, bemessen auf Grundlage der bisherigen Ertragslage und der Ertragsaussichten
- Anpassung der Genussscheinbedingungen nach Regeln des Wegfalls der Geschäftsgrundlage oder ergänzender Vertragsauslegung, so dass analog § 304 AktG Ausgleichsanspruch besteht, allerdings gegen das abhängige Unternehmen
- Recht zur außerordentlichen Kündigung und Abfindung analog § 305 AktG
- Schadensersatz wegen Verletzung des Genussrechtsverhältnisses
- Bemessung der Ausschüttungen auf Genussscheine nach Bilanzgewinn des herrschenden Unternehmens (so auch LG Frankfurt als Vorinstanz)
- Genussrechte sind so zu behandeln als bestünde Gewinnabführungspflicht/ Verlustausgleichspflicht nicht (so auch die Beklagte)

# BGH zum Schutz von Genussscheingläubigern bei vertraglicher Konzernierung der Emittentin (3)

---

## Urteil des BGH vom 28. Mai 2013 – II ZR 67/12

- Anpassung der Genussscheinbedingungen nach den Regeln über den Wegfall der Geschäftsgrundlage
- Anpassung nimmt der BGH wegen Notwendigkeit einheitlicher Auslegung der über den OLG-Bezirk hinaus verbreiteten Wertpapiere selbst vor
- Besteht bei Abschluss des Unternehmensvertrages positive Ertragsprognose, müssen sich Inhaber keine fiktiven Verluste entgegenhalten lassen – Zinsen sind stets zu zahlen, eine Verlustbeteiligung findet nicht statt
- Konzernfreiheit ist Geschäftsgrundlage des Genussrechts; Beherrschungsvertrag schafft Gefahrenlage zulasten des Genussrechtsinhabers, der nicht durch Ausgleich konkreter individueller Nachteile entgegengetreten werden kann
- Daher fester Ausgleich unter Heranziehung des Regelungsinhalts von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG
- „Genussscheininhaber sind mindestens ebenso schutzwürdig wie Aktionäre.“
- Bankaufsichtsrechtliche Konsequenzen liegen in der Sphäre der Beklagten



## BGH zu Schuldnerersetzungsklauseln (1)

---

### OLG Frankfurt am Main Beschluss vom 27. März 2012 („Pfleiderer“)

- Standard-Ersetzungsklausel unwirksam, weil unangemessene Benachteiligung zulasten der Schuldverschreibungsinhaber ( § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB)
- Standard-Ersetzungsklausel
  - Neuer Schuldner muss Tochtergesellschaft der Emittentin/Garantin sein
  - Bisheriger Emittent/Garant muss Verpflichtungen des neuen Emittenten garantieren
  - Keine Limitierung von Verpflichtungen aufgrund der Ersetzung
  - Aller erforderlichen staatlichen Genehmigungen sind erteilt
  - Kein Quellensteuereinbehalt durch neuen Emittenten
  - Freistellung der Inhaber von etwaigen Steuerlasten als Folge der Ersetzung



## BGH zu Schuldnerersetzungsklauseln (2)

---

### BGH – Urteil vom 28. Mai 2013 – II ZR 67/12

- Anpassung von Genussscheinbedingungen infolge der Konzernierung des Emittenten als abhängige Gesellschaft durch Abstellen auf Bilanzgewinn des herrschenden Unternehmens „widersprüche dem Gedanken des § 309 Nr. 10 BGB, wonach ein Wechsel des Vertragspartners nur unter engen Voraussetzungen vorgesehen werden kann“
  - Schuldnerwechsel also grundsätzlich denkbar
  - Aber: Rechtsgedanke des § 309 Nr. 10 BGB?
    - Inhaberschuldverschreibung ist nicht Kauf-, Darlehens-, Dienst- oder Werkvertrag
    - Berücksichtigung der Schutzmechanismen zugunsten Anleihegläubiger
    - Interessenabwägung / unangemessene Beteiligung
    - Konsequenzen: Neuer Emittent müsste in den Anleihebedingungen namentlich bezeichnet worden sein oder Inhaber müssten Kündigungsmöglichkeit erhalten



# Contacts

---



**Dr. Christoph L. Gleske**

T +49 69 27 30 84 53  
E christoph.gleske@  
freshfields.com

**Matthias Freiherr von Tiesenhausen**

T +49 69 910 36457  
E matthias.von-tiesenhausen@  
db.com



---

DAC14418638

This material is for general information only and is not intended to provide legal advice.

© Freshfields Bruckhaus Deringer LLP 2013



Freshfields Bruckhaus Deringer