

High Yield Bonds: Überblick, Trends und aktuelle Marktentwicklungen

Rainer Adlhart/Silke Weller

Inhalt

I.	Einleitung	39
II.	High Yield Bonds – Terminologie und Charakteristika	40
III.	Grundlagen der US-amerikanischen Wertpapiergesetze als Rechtsrahmen für High Yield Bonds	43
	1. Registrierungspflicht nach Section 5	44
	2. Relevante Ausnahmen von der Registrierungspflicht	44
	a) Rule 144A	44
	b) Regulation S	45
	3. Relevante US-amerikanische Haftungsregelungen im Kontext von High Yield-Emissionen	46
IV.	High Yield Covenants als zentraler Bestandteil der High Yield-Dokumentation	47
	1. Bindungsreichweite der Covenants	47
	2. High Yield Covenants als incurrence covenants	48
	3. Überblick über die wichtigsten High Yield Covenants und gegenwärtige Marktentwicklungen in dieser Hinsicht	48
	a) Limitation on Indebtedness	49
	aa) Allgemeines	49
	bb) Aktuelle Entwicklungen mit Blick auf den Limitation on Indebtedness Covenant	51
	aaa) Wiedereinführung oder Intensivierung von non-guarantor debt caps	51
	bbb) Einsatz von pick your poison-/dividend-to-debt toggle-Klauseln	51
	ccc) Grösse des contribution debt basket	52
	ddd) Zunehmende Begrenzungen von acquired debt	52
	eee) Möglichkeit zur Reklassifizierung von Schulden	53
	fff) Prävalenz von hookie dook-Klauseln	53
	b) Limitation on Liens	53
	aa) Allgemeines	53
	bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Liens Covenants	54
	aaa) Einschränkung der Reichweite von permitted liens/permitted collateral liens	54
	bbb) Beitritt zu intercreditor agreements	54

c)	Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments	55
aa)	Allgemeines	55
bb)	Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenants	56
aaa)	Eingeschränkter Zugang zum build-up/builder basket	56
bbb)	Anforderungen an ratio-based restricted payment/permitted investment permissions	56
ccc)	Abnahme der Verwendung des available amount-Konzepts	57
ddd)	Bindung von restricted payment/permitted investment baskets an den Verkauf spezifischer Vermögenswerte	57
eee)	Abnahme von restricted payment baskets for declined excess proceeds	57
fff)	Einschränkung des Transfers von bedeutenden Vermögenswerten an unbeschränkte Tochtergesellschaften	58
d)	Limitation on Transactions with Affiliates	58
e)	Dividend Blocker	59
f)	Limitation on Asset Sales	60
aa)	Allgemeines	60
bb)	Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Asset Sale Covenants	60
g)	Mergers, Consolidations and Transfer of Assets	61
h)	Change of Control	61
i)	Reporting Covenant	62
j)	Weitere aktuelle Entwicklungen im Bereich der Ausgestaltung von High Yield Covenants	64
aa)	EBITDA-Anpassungen	64
bb)	Calculation flexibilities	64
V.	Verknüpfung von High Yield Bonds und Sustainable Finance als neues Marktphänomen	65
1.	Allgemeines zu Sustainable Finance und nachhaltigen Finanzinstrumenten	65
2.	Bisherige Relevanz von Sustainable Finance für High Yield Bonds	66
3.	Erste Guidance zur Verknüpfung von High Yield Bonds mit Sustainable Finance	66
4.	Auswirkungen von Sustainable Finance-Aspekten auf High Yield Covenants	67
VI.	Zusammenfassung und Ausblick	68
	Literaturverzeichnis	69

I. Einleitung

*High Yield Bonds*¹ haben im Nachgang der Finanzkrise 2008/2009 und der damit verbundenen Niedrigzinsphase sowohl im US-amerikanischen als auch im europäischen Raum immer mehr Bedeutung erlangt,² wobei im Jahr 2021 (trotz oder möglicherweise gerade wegen der Covid19-Pandemie) ein Rekordniveau an *High Yield*-Emissionen zu verzeichnen war,³ wie die [nachfolgende Grafik](#) zu *High Yield*-Emissionen in der DACH-Region erkennen lässt.

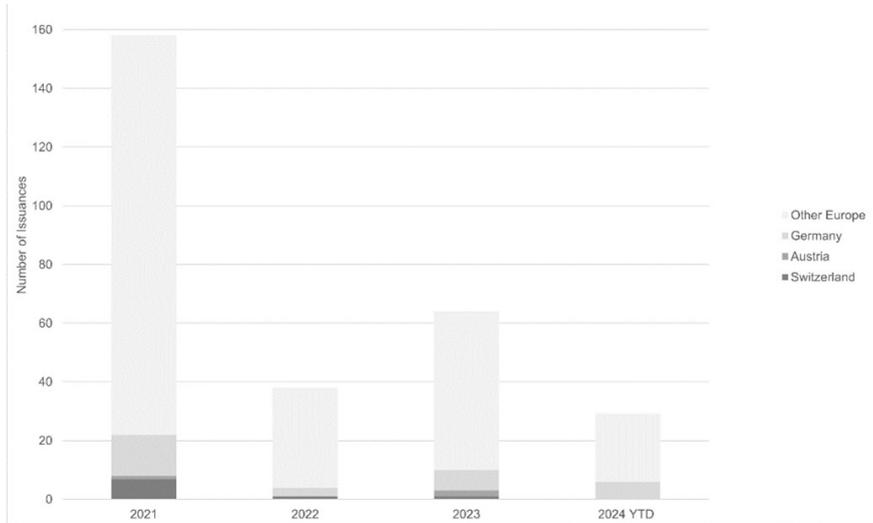


Abbildung 1: Anteil von *High Yield*-Emissionen in der DACH-Region an *High Yield*-Emissionen im europäischen Raum von 2021-März 2024; Recherche auf der Grundlage von Daten von Reorg und Xtract.

¹ Die deutsche Übersetzung des Begriffs *High Yield Bonds* variiert: Oft werden – neben der Mischform „High-Yield-Anleihe“ – die Begriffe „Hochzinsanleihe“ oder „hochverzinsliche Anleihe/Schuldverschreibungen“ synonym verwendet (vgl. bspw. Artzinger-Bolten/Wöckener, Rz. 36 f.; Lürken et al., Rz. 12.68). Da unter den Begriff der „Hochzinsanleihen“ allerdings z.T. auch andere Anleiheformen wie bspw. Hybridanleihen subsumiert werden (so offenbar Ebner, 42) bzw. teilweise auch zwischen „High Yield-Anleihen“ und „herkömmlichen hochverzinslichen Schuldverschreibungen“ unterschieden wird (in diesem Sinne jedenfalls Kusserow/Dittrich, 746, ohne dies jedoch näher zu konkretisieren) sowie der Begriff „Hochzinsanleihen“ als Oberbegriff für weitere Unterkategorien gesehen wird (siehe Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Band 3-Eichhorn/Köhler, 173), wird im Folgenden auf die englische Terminologie zurückgegriffen.

² Vgl. zur Entwicklung von *High Yield*-Emissionen im Allgemeinen Oulds, Rz. 152; Hutter, Rz. 171.

³ Vgl. die Statistik „International Corporate High Yield Volume“ von Dealogic, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/resources-2/market-data/Market-Data-Dealogic/>; siehe zudem speziell für den europäischen Raum die Statistik in AFME Q2 2023, 3.

Im Zuge des gegen die Ukraine gerichteten russischen Angriffskriegs, den Folgen der SVB Pleite sowie der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS, der anhaltend hohen Inflation und der Verschärfung des Nahostkonflikts verzeichnete der Markt zwar in den beiden darauffolgenden Jahren einen deutlichen Rückgang,⁴ lässt aber zuletzt wieder gestärktes Interesse der Investoren sowie Bedarf potentieller Emittenten an dieser Finanzierungsform erkennen.⁵ Insofern dürfte in den kommenden Jahren kein nachhaltiger Bedeutungsrückgang von *High Yield Bonds* zu erwarten sein, sondern vielmehr eine Anpassung der Anleihebedingungen an die jeweiligen Marktverhältnisse.

Im Zuge dieser Entwicklungen soll der folgende Beitrag einen Überblick über die gegenwärtigen marktüblichen Gestaltungen von *High Yield Bonds* geben, wobei der Fokus auf dem europäischen Markt liegt. Einleitend wird diesen Ausführungen ein Abschnitt über die für *High Yield Bonds* relevanten Aspekte der US-amerikanischen Wertpapiergesetze – die auch im europäischen Raum extraterritoriale Anwendung⁶ auf *High Yield*-Emissionen finden – vorangestellt. Als einer der für künftige Ausgestaltungen von *High Yield Bonds* relevanten Themenbereiche, der potentielle Auswirkungen auf die gesamte *High Yield*-Dokumentation haben könnte, wird überdies ein Überblick über die Verknüpfungen von *High Yield Bonds* mit *Sustainable Finance*-Aspekten gegeben.

II. High Yield Bonds – Terminologie und Charakteristika

Unter *High Yield Bonds* sind Anleihen zu verstehen, die bzw. deren Emittenten⁷ ein *Sub-Investment Grade*- oder *Non-Investment Grade*-Rating aufweisen, also ein Rating von Ba1 (nach den Ratingklassen der Rating-Agentur Moody's) oder BB (nach den Einstufungen der Rating-Agenturen *Standard & Poor's* und *Fitch*) oder darunter.⁸ Um Investoren für dieses erhöhte Risiko zu entschädigen, bieten *High Yield Bonds* – wie der Begriffszusatz *High Yield* erkennen lässt⁹ – eine höhere Rendite, die im aktuellen Zinsumfeld üblicherweise bei rund 6% beginnen kann.¹⁰

⁴ Vgl. die Statistik „International Corporate High Yield Volume“ von Dealogic, abrufbar unter <<https://www.icmagroup.org/resources-2/market-data/Market-Data-Dealogic/>>.

⁵ In diesem Sinne auch Westpfahl, Rz. 13.70; Oulds, Rz. 1.52.

⁶ Vgl. Patterson, 216.

⁷ Reinhard/Schall-Schall/Simon, § 1 Rz. 42; zur Differenzierung zwischen Emissionsrating und Emittentenrating mit Blick auf *High Yield Bonds* siehe Baums, § 36 Rz. 17.

⁸ Vgl. Hutter, Rz. 17.45.

⁹ Hierzu näher Heitmann, 37 f.

¹⁰ Vgl. AFME, *High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023*, 37.

De facto bewegen sich die meisten *High Yield Bonds* bzw. Emittenten derselben lediglich knapp unter dem *Investment-Grade*-Bereich; nur eine Minderheit weist folglich eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit für einen Zahlungsausfall auf, wie die folgende Abbildung 2 verdeutlicht.

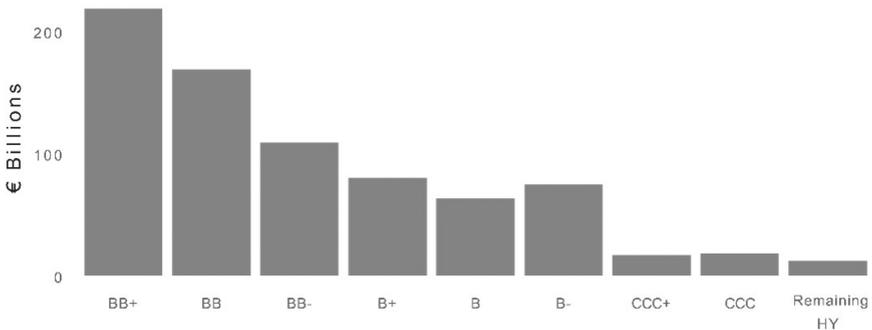


Abbildung 2: AFME-Statistik zum Rating europäischer *High Yield Bonds*, entnommen aus AFME, *High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023*, S. 17, Grafik 4.9

Die Laufzeit von *High Yield Bonds* beträgt in der Regel mindestens fünf und maximal zehn Jahre;¹¹ es handelt sich also um langfristige Finanzierungsformen, die aber (abgesehen von der Emission selbst) mit verhältnismässig wenig Aufwand während der Laufzeit verbunden ist.¹² Der Nennbetrag der Anleihen beträgt üblicherweise mindestens 200 Mio. Euro,¹³ womit *High Yield Bonds* klassische sog. *large cap* Finanzierungen darstellen.

Im Gegensatz zu klassischen Bankfinanzierungen sind *High Yield Bonds* überdies endfällig, d.h. über die Laufzeit nicht amortisierend.¹⁴ Die Anleihebedingungen sehen jedoch Möglichkeiten zur vorzeitigen Tilgung (*optional redemption*) vor, die in der Praxis jedoch derart strukturiert werden, dass für frühzeitige Tilgung in den ersten Jahren unmittelbar nach der Emissionen ökonomisch kein Anreiz besteht. Konkret werden dabei sog. *non-call periods* vereinbart, während derer die Tilgung zwar möglich ist, jedoch die Fälligkeit einer „Wiedergutmachungsprämie“ (*make-whole premium*) nach sich zieht. Im Falle einer vorzeitigen Tilgung in den ersten Jahren unmittelbar nach der Emissionen wird dann nämlich, zusätzlich zum Kapitalbetrag und den aufge-

¹¹ McDonald/Graebner, 242; Eilers/Teufel, Rz. 96.

¹² Jedenfalls sofern ausreichende Vorkehrungen bei der Ausgestaltung der Berichtspflichten im Nachgang der Emission getroffen wurden; hierzu Hutter, Rz. 17.89; Balz, 403.

¹³ Hoffmann-Becking, Rz. 1.72.

¹⁴ Hoffmann-Becking, Rz. 1.68.

laufenden Zinsen der zurückgekauften Anleihen, der Barwert aller bis zum Ende einer vertraglich festgelegten Frist zu zahlenden Zinsen fällig.¹⁵ In der Praxis typische Zeiträume für eine *non-call period* sind bei einer Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren eine zweijährige *non-call period* („5nc2“), bei einer Laufzeit von 7 Jahren eine dreijährige *non-call period* („7nc3“), bei einer Laufzeit von 8 Jahren eine vierjährige *non-call period* („8nc4“) und bei einer Laufzeit von zehn Jahren eine fünfjährige *non-call period* („10nc5“).¹⁶ Selbst nach der *non-call period* sind die *High Yield*-Anleihegläubiger weiterhin vor einer ihren Interessen zuwiderlaufenden vorzeitigen Tilgung geschützt, indem die vorzeitige Tilgung wiederum mit der Zahlung einer Prämie – im ersten Jahr nach Ablauf der *non-call period* regelmässig 50% des Kupons und im zweiten Jahr 25% des Kupons bzw. des Nennwerts – einhergeht.¹⁷ Erst danach ist die vorzeitige Tilgung eines *High Yield Bonds* ökonomisch attraktiv, was im Ergebnis dazu führt, dass Emittenten regelmässig erst gegen Ende der Laufzeit eine Rückführung bzw. Refinanzierung der Anleihe anstreben.

Unbenommen bleibt den Emittenten von *High Yield Bonds* zudem in der Regel die – derzeit häufig genutzte – Möglichkeit, die eigenen Anleihen auf dem *open market*, d.h. von bestehenden Anleihegläubigern zurückzukaufen.¹⁸ Dabei spielt letztlich der aktuell geltende Handelspreis der Anleihe den entscheidenden Faktor, ob ein Rückkauf wirtschaftlich zweckmässig ist.

Zinszahlungen auf *High Yield Bonds* erfolgen in aller Regel halbjährlich.¹⁹ Üblicherweise handelt es sich um Anleihen mit einer festen Verzinsung; teilweise werden jedoch auch variable Zinsen (sog. *floating rates*) vereinbart.²⁰

Statistiken zur Verwendung von Emissionserlösen zeigen, dass die Erlöse im Wesentlichen für allgemeine Unternehmenszwecke (*general corporate purposes*), Refinanzierungen sowie *leveraged buy-outs* (LBOs) verwendet werden; hierzu kann die nachfolgende Abbildung 3 herangezogen werden.

¹⁵ Taufner, Rz. 2.134.

¹⁶ Bohr, 3.

¹⁷ Hoffmann-Becking, Rz. 16.110.

¹⁸ Taufner, Rz. 16.115; Oulds, Rz. 4.117.

¹⁹ Vgl. Rosenbaum/Pearl, 196.

²⁰ Hoffmann-Becking, Rz. 1.87.

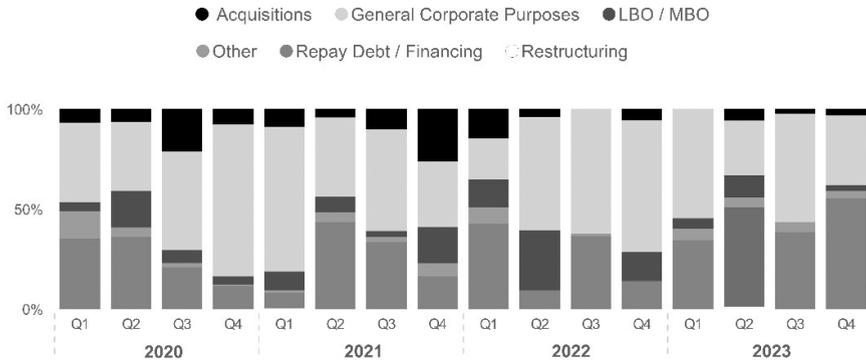


Abbildung 3: AFME-Statistik zur Verwendung der Emissionserlöse bei europäischen High Yield Bonds, entnommen aus AFME, High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023, S. 15, Grafik 4.3

III. Grundlagen der US-amerikanischen Wertpapiergesetze als Rechtsrahmen für High Yield Bonds

Auch wenn teilweise nationale Alternativen bestehen – etwa in Form der deutschen Rechtsordnung und des dortigen Schuldverschreibungsgesetzes²¹ – dominiert nach wie vor das Recht des US-Bundesstaats New York die Transaktionsdokumente und Anleihekonditionen von High Yield Bonds.²² Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass obwohl diese Form der Anleihe ursprünglich den USA entstammt mittlerweile auch Investoren anderer Rechtssysteme mit den entsprechenden US-amerikanischen Rechtsnormen vertraut sind, und damit die Rechtswahl als „Markt-Standard“ bezeichnet werden kann. Vor dem Hintergrund, dass zur Auslegung von Covenants sowie bzgl. etwaiger Haftungsfragen eine Vielzahl an Rechtsprechung (*case law*) vorhanden ist,²³ geht andererseits mit der Wahl des New Yorker Rechts auch eine gewisse Rechtssicherheit einher, was vor allem auch Emittenten aus Europa den Zugang zu institutionellen Investoren in den USA ermöglicht.

Unabhängig von dem „Privatrechtsstatut“ der Anleihen unterliegen High Yield Bonds zudem dem bundesrechtlich ausgestalteten System der Kapitalmarktregulierung (*securities regulation*), das die Wertpapiergesetze der einzelnen Bundesstaaten (die sog. *blue sky laws*) in der Regel verdrängt.²⁴ Massgeblich

²¹ Vgl. MüKo HGB-Singhof, Emissionsgeschäft Rz. 139; Schlitt et al., 442 ff.; Hutter, Rz. 17.25 ff.

²² Hutter, Rz. 17.24.

²³ Hutter, Rz. 17 m.w.N.; Taufner, Rz. 16.2.

²⁴ Taufner, Rz. 16.5 Fn. 13; Penner, 77 f.

sind dabei für die Zulassung zum Primärmarkt der U.S. *Securities Act* von 1933 (*Securities Act*) und für die Pflichten bzgl. des Sekundärmarkts der U.S. *Securities Exchange Act* von 1934 (*Exchange Act*).²⁵ Im Folgenden werden einerseits die Registrierungspflicht nach dem *Securities Act* und damit verbundene Ausnahmen – von denen *High Yield*-Emissionen in Europa regelmässig Gebrauch machen – sowie etwaige Folgen einer Nichtregistrierung oder fehlerhaften Registrierung i.S.d. *Exchange Act* cursorisch dargestellt.

1. Registrierungspflicht nach Section 5

Sofern keine Ausnahme von der Registrierungspflicht greift, muss gemäss Section 5 *Securities Act* grundsätzlich jedes Angebot und jeder Verkauf von *securities* i.S.d. Section 2(a)(1) *Securities Act* – also auch dasjenige bzw. derjenige von *High Yield Bonds* – bei der U.S. *Securities and Exchange Commission* (SEC) registriert werden.²⁶ Um jedoch eine zeit- und ressourcenaufwändige Registrierung von *High Yield Bonds* zu umgehen wird in der Praxis bei *High Yield*-Emissionen europäischer Unternehmen auf zwei wesentliche Ausnahmen zurückgegriffen. Für Angebote in den USA wird üblicherweise auf die in Rule 144A *Securities Act* enthaltene *Safe Harbor*-Regelung abgestellt, im Rahmen derer das Angebot zwar auf institutionelle Investoren beschränkt wird, jedoch damit die Registrierungspflicht nach Section 5 *Securities Act* entfällt. Für Angebote ausserhalb den USA, stützen Emittenten sich auf die Ausnahmeregelungen von *Regulation S*, mit Hilfe derer sichergestellt werden kann, dass die SEC bei *offshore*-Transaktionen keinen US-Nexus herstellt.²⁷

2. Relevante Ausnahmen von der Registrierungspflicht

a) *Rule 144A*

Bei der in Rule 144A enthaltenen *Safe Harbor*-Regelung handelt es sich um eine Ausnahme für (Wieder-)Verkäufe an sog. *qualified institutional buyers* (QIBs). Hierunter sind institutionelle Investoren zu verstehen, die ein bestimmtes Mindestvolumen (in der Regel mindestens 100 Mio. USD) an Wertpapieren halten.²⁸ Das früher geltende Verbot der „allgemeinen Werbung“ (*general sollicita-*

²⁵ Siehe Taufner, Rz. 16.4 ff.

²⁶ Vgl. Taufner, Rz. 16.27.

²⁷ Siehe zu der ebenfalls potentiell relevanten *Safe Harbor*-Regelung *Regulation D* in Bezug auf *High Yield*-Emissionen, der jedoch aufgrund ihrer eingeschränkten Praktikabilität im Hinblick auf Privatplatzierungen (hierzu Taufner, Rz. 16.33) in der Praxis keine nähere Bedeutung zukommt Heitmann, 64 ff.

²⁸ Vgl. Oulds, Rz. 1.14 Fn. 20.

tion or advertisement) wurde durch den im Jahre 2012 verabschiedeten *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act) gestrichen;²⁹ Emittenten müssen seitdem jedoch sicherstellen, dass die Wertpapiere nur an Personen verkauft werden, von denen vernünftigerweise angenommen werden kann, dass es sich um qualifizierte institutionelle Käufer handelt (*persons reasonably believed to be QIBs*).³⁰

Weiterhin erfordert Rule 144A(d)(2), dass ein Verkäufer angemessene Massnahmen ergreift, um sicherzustellen, dass der Käufer weiss, dass sich der Emittent auf die in Rule 144A enthaltene *Safe Harbor*-Regelung beruft; der Emittent muss also den Käufern zu verstehen geben, dass sie eingeschränkte Wertpapiere (*restricted securities*) kaufen,³¹ welche nicht für den Handel von Kleinanlegern geeignet sind.

Zudem dürfen Wertpapiere, um der Ausnahmeregelung von Rule 144A zu unterfallen, nicht mit in den USA bereits notierten Wertpapieren fungibel (*of the same class*) sein.³² Ferner muss der Emittent – sofern er nicht unter eine der in Rule 144A(d)(4)(i) genannten Ausnahmeregelungen fällt – den Anleihegläubigern Informationen über die wirtschaftliche Situation des Emittenten in Form einer Beschreibung der Art des Unternehmens sowie die Jahresabschlüsse der letzten zwei Jahre bereitstellen.³³ In der Praxis wird in Anbetracht dieser Vorgaben meist ein detailliertes Angebotsdokument erstellt,³⁴ welches als *offering memorandum* bezeichnet wird.

b) *Regulation S*

Die Ausnahme- bzw. *Safe Harbor*-Regelungen, die sich in *Regulation S* finden und auf welche sich europäische Emittenten regelmässig stützen, zielen vor allem darauf ab, dass das Angebot und der Verkauf von *High Yield Bonds* geografisch begrenzt und nicht innerhalb der USA durchgeführt wird.³⁵ Demnach greift die Registrierungspflicht nicht, wenn es sich um eine reine *off-shore*-Transaktion i.S.v. Rule 901 handelt.³⁶ Entscheidend ist hierfür der in Rule 902(c)(1) legal definierte Begriff der *directed selling efforts*, der grundsätzlich jede Tätigkeit untersagt, die den US-amerikanischen Markt für die gemäss der

²⁹ Vgl. Greene et al., § 7.02, 7-32.

³⁰ Vgl. Taufner, Rz. 16.33.

³¹ Hierzu Greene et al., § 7.02, 7-32; Hutter, Rz. 17.18.

³² Rule 144A(d)(3)(i).

³³ Rule 144A(d)(4)(i).

³⁴ Vgl. in diesem Sinne auch Taufner, Rz. 16.54.

³⁵ Heitmann, 63.

³⁶ Heitmann, 63 f.

Regulation S angebotenen Wertpapiere beeinflusst.³⁷ Bei einer Transaktion die sich auf Regulation S stützt hängen damit die den Investoren bereitzustellenden Informationen von den Anforderungen des Herkunftslandes und der Risikoinschätzung des Emittenten ab; in der Praxis wird ebenso ein detailliertes Angebotsdokument (*offering memorandum*) erstellt, das jedoch weniger umfangreich ausfällt als das Pendant zu Rule 144A. Sofern sich ein Emittent bei einer Transaktion sowohl auf Rule 144A als auch auf Regulation S stützt – weil zeitgleich an QIBs in den USA sowie Investoren in *offshore*-Transaktion ausserhalb der USA *High Yield Bonds* zum Verkauf angeboten werden – wird ein kombiniertes *offering memorandum* erstellt, das den (höheren) Anforderungen von Rule 144A entspricht sowie den Anforderungen des Herkunftslandes gerecht werden muss.

3. Relevante US-amerikanische Haftungsregelungen im Kontext von High Yield-Emissionen

Die Notwendigkeit entweder der Registrierung der *High Yield Bonds* nach Section 5 oder der sorgfältigen Einhaltung der soeben dargestellten Ausnahmenvorschriften wird durch die in den USA geltenden Haftungsregelungen verdeutlicht, die sowohl für registrierte als auch für von der Registrierung ausgenommene Wertpapiere Anwendung finden.³⁸ Diese finden sich u.a. in Section 10(b) *Exchange Act*, allen voran in Rule 10b-5 (sog. *anti-fraud rule*), die den zentralen Haftungsstandard für Wertpapiere bildet.³⁹ Hiernach haften Ersteller – d.h. grundsätzlich sowohl Emittenten als auch Emissionsbanken – für falsche oder irreführende Aussagen oder Auslassungen wesentlicher Tatsachen (*false or misleading statements or omissions of a material fact*), sofern diese „vorsätzlich“ (d.h. mit sog. *scienter* i.S.e. *intent to deceive or recklessness*) gehandelt haben, der Investor in Folge gerechtfertigterweise auf die Informationen vertraut hat und ein tatsächlicher und kausaler Schaden entstanden ist.⁴⁰ Mangelhafte *due diligence* im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Emission kann als Indiz für das subjektive Element des *scienter* dienen, weshalb Emissionsbanken als *underwriters* sog. *10b-5 letters* ihrer Anwälte anfordern, in denen diese bestätigen, dass ihnen nicht bekannt ist, dass das Angebotsdokument falsche oder irreführende Aussagen oder Auslassungen von wesentlichen Dingen beinhaltet.⁴¹ Während eine solche Bestätigung einen wichtigen Teil der sog. *due diligence defense* der Emissionsbanken bilden kann, mit Hilfe

³⁷ Taufner, Rz. 16.37.

³⁸ Taufner, Rz. 16.73.

³⁹ Taufner, Rz. 16.82.

⁴⁰ Siehe -Taufner, Rz. 16.82 Fn. 179 m.w.N.

⁴¹ Taufner, Rz. 16.83.

derer vor Gericht der Vorwurf des *scienter* potentiell entkräftigt wird,⁴² gilt für Emittenten eine verschuldensunabhängige Haftung.

IV. High Yield Covenants als zentraler Bestandteil der High Yield-Dokumentation

Kernstück der im Anleihevertrag (*indenture*) enthaltenen Anleihebedingungen bilden die sog. *Covenants*,⁴³ die auch einen der zentralen Bestandteile der *High Yield*-Dokumentation insgesamt darstellen und daher hier gesondert herausgegriffen werden. Hintergrund dieser *Covenants* bildet der Ausgleich der Interessen des Emittenten und der Investoren; während der Emittent sich in der Regel ein gewisses Mass an operativer Flexibilität erhalten möchte, bspw. in Form der Möglichkeit, weitere Schulden aufzunehmen, um organisches Wachstum zu bewirken oder Akquisitionen zu finanzieren, Dividenden an Gesellschafter auszuzahlen oder in Joint Ventures zu investieren, haben Investoren ein Interesse daran, dass der Emittent mit den Emissionserlösen gut hausaltet, damit die Rückzahlungsfähigkeit des Anleihebetrags inklusive Zinsen nicht beeinträchtigt wird.⁴⁴

1. Bindungsreichweite der Covenants

In der Regel werden durch die *Covenants* nicht nur der Emittent, sondern – insb. wenn es sich um eine reine Holding-Gesellschaft handelt⁴⁵ – auch dessen Tochtergesellschaften bzw. die Garantiegeber „beschränkt“, die dann gemeinsam mit dem Emittenten die *restricted group* bilden.⁴⁶ Die *unrestricted group* besteht hingegen aus den durch die *Covenants* nicht beschränkten Tochtergesellschaften (*unrestricted subsidiaries*) sowie, sofern vorhanden, aus den Minderheitsbeteiligungen des Emittenten.⁴⁷ Durch diese Unterteilung ist es dementsprechend möglich, gewisse Tochtergesellschaften von den Beschränkungen der *Covenants* zu befreien; andererseits werden bei der Berechnung der relevanten Finanzkennzahlen für Zwecke der Einhaltung der *Covenants* die Vermögenswerte und Erträge der *unrestricted subsidiaries* auch nicht auf das Gruppenergebnis angerechnet.⁴⁸

⁴² Siehe hierzu auch Hutter, Rz. 17.61.

⁴³ Hutter, Rz. 17.54 ff.; Penner, 90 ff. Zur uneinheitlichen deutschen Übersetzung des Begriffs siehe Heitmann, 115 f. m.w.N.

⁴⁴ Penner, 40; Schlitt et al., 430.

⁴⁵ Hierzu näher Hutter, Rz. 17.71.

⁴⁶ Oulds, Rz. 4.46.

⁴⁷ Siehe hierzu Hutter, Rz. 17.73.

⁴⁸ Hutter, Rz. 17.73.

2. High Yield Covenants als incurrence covenants

Im Gegensatz zu Bankdarlehen und den dort üblichen *maintenance covenants*, die eine Verpflichtung vorsehen, gewisse Finanzkennzahlen zu erreichen oder einzuhalten und damit den Kreditgebern bei Verschlechterung der Geschäftstätigkeit gewisse vertragliche Schutzmechanismen bieten, handelt es sich bei Covenants von *High Yield Bonds* um *incurrence-based* bzw. *incurrence covenants*.⁴⁹ Es finden also keine fortlaufenden Überprüfungen, sondern nur ein einmaliger Test (d.h. eine Überprüfung des Verschuldungsgrades bzw. der in den Anleihebedingungen festgelegten relevanten Finanzkennzahlen) statt sofern die Gesellschaft weitere Schulden aufnehmen, Dividenden ausschütten oder andere potentiell liquiditätsschädigende Geschäftshandlungen wie bspw. den Verkauf von Unternehmenswerten, die durch die *indenture* geregelt sind, setzen möchte. Bereits zum Zeitpunkt der Ausgabe der *High Yield Bonds* bekannte oder vorhersehbare Massnahmen und Transaktionen (einschliesslich jener im gewöhnlichen Geschäftsgang) werden entweder von Beginn an von sämtlichen Beschränkungen ausdrücklich ausgeschlossen oder durch spezielle Ausnahmen (wie *carve-outs* und *baskets*) in den jeweiligen Covenants zugelassen.⁵⁰

Der Emittent von *High Yield Bonds* kann somit den Emissionserlös grundsätzlich frei, also unabhängig von seiner wirtschaftlichen und finanziellen Gesamtsituation, verwenden, solange seine unternehmerischen Tätigkeiten nicht gegen die in den Anleihebedingungen festgelegten Covenants verstossen.⁵¹ Default bzw. ein *event of default* (d.h. ein Verstoss gegen die Anleihebedingungen, der zu einer Kündigung bzw. Fälligstellung der Anleihe führen kann⁵²) tritt folglich nur dann ein, wenn der Emittent eine Handlung ausübt, die die Bestimmungen der *indenture* verletzt, also etwa wenn der Emittent unzulässige Schulden aufnimmt, entgegen den Anleihebedingungen eine Dividende auszahlt, eine Investition tätigt oder eine Fusion durchführt.

3. Überblick über die wichtigsten High Yield Covenants und gegenwärtige Marktentwicklungen in dieser Hinsicht

Im Folgenden wird ein Überblick über jene Covenants gegeben, die im Rahmen einer *High Yield*-Emission als üblich gelten. Zur besseren Veranschaulichung wird zudem stellenweise auf Parallelen, aber auch auf die Unterschiede zu den für die Begebung von Darlehen etablierten Covenants⁵³ oder zu denjenigen

⁴⁹ Hutter, Rz. 17.69; McDonald/Graebner, 242.

⁵⁰ Hutter, Rz. 17.76.

⁵¹ Hutter, Rz. 17.69.

⁵² Freytag, 704.

⁵³ Zu diesen Unterschieden ausführlich Heitmann, 116 ff.

Zusicherungen, die für *Investment-Grade*-Anleihen üblich sind,⁵⁴ hingewiesen. Weiterhin ist zu beachten, dass der in der Einleitung skizzierte Umschwung der wirtschaftlichen Situation in den letzten Jahren spürbare Auswirkungen auf die Gestaltung von *High Yield*-Emissionen und insb. auch der *Covenants* hatte. Während die wirtschaftliche Situation während der Pandemiejahre stark zu Gunsten der Emittenten ausgerichtet war – was sich auch in den Anleihebedingungen widerspiegelte – beobachtet man momentan vermehrt *Investor pushback* auf aus deren Sicht zu aggressiven Flexibilitäten im Bereich der *Covenants*. Diese Entwicklungen sollen nachfolgend ebenfalls anhand konkreter Beispiele veranschaulicht werden.

a) *Limitation on Indebtedness*

aa) *Allgemeines*

Beim *Limitation on Indebtedness Covenant*, der als *Indebtedness Covenant* auch Teil der klassischen Darlehensdokumentation bildet,⁵⁵ geht es um die Bedingungen, die für die *restricted group* erfüllt sein müssen, um während der Laufzeit der Anleihe zusätzliche Schulden aufzunehmen.⁵⁶ Die zugrundeliegende Überlegung ist, dass eine Zunahme der Verschuldung der *restricted group* gewöhnlich mit einer Verringerung der Kreditwürdigkeit des Emittenten einhergeht und das Risiko zunimmt, dass der Emittent nicht in der Lage ist, seinen finanziellen Verpflichtungen gegenüber allen Fremdkapitalgebern – also der Bedienung der Zinsen und Rückzahlung des Kapitalbetrages bei jeweiliger Fälligkeit – nachzukommen.⁵⁷

Der *Limitation on Indebtedness Covenant* legt daher eine Verschuldungsgrenze für den Emittenten und die *restricted subsidiaries* fest; eine Überschreitung dieser Grenze durch Aufnahme von neuen Schulden ist in der Regel nur gestattet, wenn bestimmte Finanzkennzahlen eingehalten werden.⁵⁸ Als Grenze für eine zulässige Neuverschuldung fungiert dabei insb. das sog. *ratio debt*, das sich aus einem bestimmten Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA (*leverage ratio*) und/oder EBITDA zu Gesamt-Zinsaufwand (*fixed charge coverage ratio* (auch FCCR genannt)) ergibt.⁵⁹ Während beim *leverage ratio*-Test oftmals eine Verschuldung bis zu einem höheren einstelligen Grad möglich ist, muss

⁵⁴ Hierzu näher Kaulamo, Rz. 16.51 ff.

⁵⁵ Siehe Chenoweth/Wells, 68.

⁵⁶ Hutter, Rz. 17.78.

⁵⁷ Balz, 405; Schlitt et al., 431.

⁵⁸ Krüger-Nett, Rz. 119.

⁵⁹ Hutter, Rz. 17.78.

der FCCR-Test in aller Regel mindestens 2:1 ergeben um neue Schulden aufnehmen zu können.⁶⁰ Bei der Überprüfung der Einhaltung der relevanten Finanzkennzahlen wird immer eine Pro-forma-Berechnung für die letzten vier Quartale angewendet; es wird also angenommen, dass neue Schulden, die aufgenommen werden sollen, schon am Anfang des betrachteten Zeitraums bestanden haben.⁶¹

Zusätzlich werden in der Regel weitere Ausnahmen von dem Grundsatz der Unzulässigkeit neuer Verbindlichkeiten (sog. *permitted debt*) in Form von *baskets* vereinbart, also festgelegte Sockelbeträge an externen Verbindlichkeiten, die jederzeit und unabhängig von anderen bestehenden Ausnahmeregelungen genutzt werden können.⁶² Hierzu zählen meist ein *general debt basket*, der eine Verschuldung in begrenzter Höhe zu beliebigen Zwecken zulässt,⁶³ ein *contribution debt basket*, der die Aufnahme zusätzlicher Schulden in Höhe des Gesamtbetrags der Bareinlagen, die nach dem Ausgabedatum in das Eigenkapital des Emittenten eingezahlt werden, ermöglicht⁶⁴ sowie bspw. ein *credit facility basket*, der der *restricted group* erlaubt, bis zu einer bestimmten Grenze Schulden unter Kreditfazilitäten aufzunehmen.⁶⁵

Im Gegensatz zu Darlehen sind im Rahmen von *indentures* in der Regel keine Beschränkungen im Hinblick auf Akquisitionen vorgesehen, sofern die Zielgesellschaft zu einer *restricted subsidiary* wird.⁶⁶ Dies ist dadurch zu erklären, dass davon ausgegangen wird, dass der Kauf eines Vermögenswertes grundsätzlich Cash produziert und die Bonität des Emittenten daher im Verhältnis nicht wesentlich schwächt.⁶⁷ Eine etwaige der Akquisition vorangehende Neuverschuldung wird daher nur am *Limitation on Indebtedness Covenant* gemessen, wobei der Erwerb eines Unternehmens als Übernahme der zum Zeitpunkt des Erwerbs ausstehenden Schulden dieses Unternehmens durch den Erwerber angesehen wird.⁶⁸ Insofern wird hierfür regelmässig ein separater *basket* (sog. *acquired debt/indebtedness basket*) vorgesehen.⁶⁹

⁶⁰ Berkery/Elder, 9.

⁶¹ Hutter, Rz. 17.78; Balz, 406.

⁶² Hutter, Rz. 17.79; Balz, 406.

⁶³ McDonald/Graebner, 243 f.

⁶⁴ Morrissy/Cunningham, 87.

⁶⁵ McDonald/Graebner, 243.

⁶⁶ Vgl. McDonald/Graebner, 243.

⁶⁷ Vgl. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

⁶⁸ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

⁶⁹ Vgl. Bohr, 59.

bb) *Aktuelle Entwicklungen mit Blick auf den Limitation on Indebtedness Covenant*

aaa) *Wiedereinführung oder Intensivierung von non-guarantor debt caps*

Im Bereich des *Limitation on Indebtedness Covenant* ist ein erneuter Fokus auf die Einführung sog. *non-guarantor debt caps* zu beobachten. Dabei handelt es sich um die Möglichkeit der Aufnahme von Neuschulden durch Tochtergesellschaften, die zwar der *restricted group* angehören, jedoch nicht als Garantgeber dienen, und damit durch eine solche Aufnahme von Neuschulden – im Verhältnis zu den *High Yield*-Anleihegläubigern – strukturell vorrangige Schulden aufnehmen würden. In den letzten Jahren gab es für *non-guarantors* kaum Begrenzungen in Hinblick auf eine solche Schuldenaufnahme.⁷⁰ Mittlerweile erbeten Investoren jedoch vermehrt Begrenzungen in Form von eigenen *baskets*, welche die Höhe solcher Schulden einschränken.

bbb) *Einsatz von pick your poison-/dividend-to-debt toggle-Klauseln*

Pick your poison- bzw. *dividend-to-debt toggle*-Klauseln erlauben dem Emittenten die Aufnahme zusätzlicher Schulden, indem er auf andere *baskets* bzw. *capacities* – häufig auf seine *capacity* unter dem *Limitation on Restricted Payments Covenant* – verzichtet und diese in Kapazität für die Aufnahme von Schulden umwandelt.⁷¹ Durch solche Klauseln ist also eine Umwandlung der Kapazität für die Ausschüttung von Dividenden in Kapazität für zusätzliche Schulden möglich, weshalb diese Klauseln aus Investorensicht kritisch beurteilt werden;⁷² und das obwohl mittels des Umweges der Dividendenausschüttung und der Schaffung von Kapazität zur Aufnahme von Neuschulden durch den *contribution debt basket* (sofern dieser in der *High Yield*-Dokumentation vorgesehen ist) wirtschaftlich das gleiche Ergebnis erzielt werden kann. Die Einführung derartiger Klauseln hatte während der Covid19-Pandemie jedenfalls deutlichen Auftrieb erhalten.⁷³ In letzter Zeit war hingegen bei europäischen *High Yield Bonds* ein Rückgang dieser Flexibilität zu verzeichnen.⁷⁴

⁷⁰ Bohr, 52; vgl. auch McDonald/Graebner, 243 f.; Kitchen et al., 3.

⁷¹ Khanna et al., 4.

⁷² Khanna et al., 4; Bradford, 6.

⁷³ Vgl. Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁷⁴ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

ccc) *Grösse des contribution debt basket*

Eng mit den soeben erläuterten *pick your poison-* bzw. *dividend-to-debt toggle*-Klauseln verbunden sind die zu beobachtenden Entwicklungen im Bereich der Grösse des *contribution debt basket*.⁷⁵ Traditionell war eine solche Erlaubnis auf eine 1:1-Basis beschränkt; in den letzten Jahren hat es jedoch eine zunehmende Anzahl von Transaktionen gegeben, die ein 2:1-Verhältnis vorsahen, also die Möglichkeit, Schulden in Höhe von 200% der Beträge der *equity contributions* aufzunehmen.⁷⁶ Nach Analysen von Reorg kommen 2:1 *ratios* jedoch nach wie vor nur in einer Minderheit der Transaktionen vor. Zudem ist die Anzahl der Transaktionen, die eine solche vorsehen, von 2022 auf 2023 deutlich gesunken, wohingegen die Mehrheit der Transaktionen – sofern überhaupt vorhanden – einen „gemässigten“ (d.h. 1:1) *contribution debt basket* vorsieht.⁷⁷

ddd) *Zunehmende Begrenzungen von acquired debt*

Die im Rahmen von *High Yield Covenants* vorgesehenen Ausnahmen für Schulden, die im Zusammenhang mit Akquisitionen gemacht werden, waren traditionell nur möglich, wenn der *ratio debt*-Test erfüllt wurde.⁷⁸ Im Rahmen einiger jüngerer Transaktionen wurde dieses Erfordernis jedoch „aufgeweicht“ und es wurde die Aufnahme neuer Schulden infolge einer Akquisition auch dann zugelassen, wenn der *ratio debt*-Test nicht erfüllt wurde, aber das Verhältnis durch die Transaktion nicht verschlechtert wurde (sog. *not made worse*-Test).⁷⁹ Dabei wurde bei einigen Emissionen weiters zwischen *acquisition debt* (d.h. Schulden, die im Zusammenhang mit dem Erwerb entstanden sind) und *acquired debt* (d.h. Schulden, die vor dem Erwerb bestanden und durch den Erwerb mitgekauft wurden) differenziert, wobei nur *acquisition debt* die Bedingungen des *ratio debt*-Tests bzw. *not made worse*-Tests erfüllen musste,⁸⁰ die Aufnahme von *acquired debt* jedoch nicht weiter beschränkt wurde (*uncapped acquired debt baskets*).⁸¹ Diese Entwicklung ist aber ebenfalls deutlich zurückgegangen.⁸²

⁷⁵ Khanna et al., 4.

⁷⁶ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁷⁷ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁷⁸ McDonald/Graebner, 243; Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁷⁹ Vgl. McDonald/Graebner, 243; Reorg, *2022 European Leveraged Loans Wrap*.

⁸⁰ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

⁸¹ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

⁸² Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

ee) Möglichkeit zur Reklassifizierung von Schulden

Regelmässig sehen Anleihekonditionen die Möglichkeit vor, dass aufgenommene Schulden im Nachgang in andere *baskets* reklassifiziert werden. Ausgenommen von dieser Flexibilität sind hingegen oftmals Schulden, die unter dem *credit facility basket* aufgenommen wurden. Teilweise wurde jedoch in den letzten Jahren dem Emittenten die Möglichkeit eingeräumt, eine Reklassifizierung des *credit facility basket* dahingehend vorzunehmen, dass unter diesem *basket* eingegangene Schulden als *ratio debt* reklassifiziert werden.⁸³ Dies ist insofern bemerkenswert, als dass eine solche Reklassifizierungsflexibilität potentiell erhebliche zusätzliche Verschuldungskapazitäten schafft.⁸⁴

fff) Prävalenz von *hookie dook*-Klauseln

Ferner hat die Nachfrage nach *High Yield Bonds* insb. im Energiesektor zu einer vermehrten Inkludierung sog. *hookie dook*-Klauseln in die Anleihebedingungen geführt.⁸⁵ Hierunter sind Vorschriften innerhalb des *Limitation on Liens Covenant* bzw. der dortigen Definition der *permitted liens* zu verstehen, die eine verwässerte bzw. breit gefächerte Definition des Begriffs der *credit facilities* enthalten, sodass letztendlich die *permitted liens* nicht nur Sicherheiten umfassen, die sich auf unter dem *credit facility basket* aufgenommene Schulden beziehen, sondern grundsätzlich jede Schuld besichert werden kann und der *hookie dook* hierdurch zur Folge hat, dass nicht mehr deutlich zwischen Beschränkungen von besicherten und unbesicherten Schulden unterschieden wird.⁸⁶

b) *Limitation on Liens*

aa) Allgemeines

Im Rahmen des *Limitation on Liens Covenant* gibt der Emittent ein negatives Versprechen (*negative pledge* – so dementsprechend auch die Bezeichnung dieses *Covenants* in der klassischen Darlehensdokumentation⁸⁷) ab, das darauf gerichtet ist, während der Laufzeit der Anleihe keine zusätzlichen Verbindlichkeiten zu besichern.⁸⁸ Durch diese grundsätzliche Untersagung einer Be-

⁸³ Siehe bspw. die Analyse von Reorg, *Reclassification*; zu dieser Möglichkeit im Allgemeinen Setty, 36 f.

⁸⁴ Vgl. Bohr, 62; McDonald/Graebner, 244; siehe auch Reorg, *Reclassification*.

⁸⁵ Vgl. zur Verbindung von *hookie dook*-Klauseln und *indentures* im Energiesektor Setty, 37.

⁸⁶ Vgl. Setty, 37; Berkery/Elder, 59.

⁸⁷ Siehe Mucke, 1804 ff.

⁸⁸ Kaulamo, Rz. 16.58.

stellung von Sicherheiten für Verbindlichkeiten gegenüber anderen, vor allem im Verhältnis zu den *High Yield*-Anleihegläubigern gleich- oder nachrangigen Gläubigern soll verhindert werden, dass die Anleihegläubiger Sicherheiten mit anderen Investoren teilen müssen.⁸⁹ Allerdings enthält auch dieser *Covenant* einen Ausnahmekatalog in Form einer Reihe an *permitted liens*.⁹⁰

bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Liens Covenants

aaa) Einschränkung der Reichweite von permitted liens/permitted collateral liens

Beim *Limitation on Liens Covenant* ist eine – wenn auch beschränkte – Tendenz zur Begrenzung der *permitted liens/permitted collateral liens capacity* zu beobachten. Die Unterscheidung zwischen *permitted liens* und *permitted collateral liens* zielt auf das Bedürfnis von Anleiheinvestoren ab, sich davor zu schützen, dass neue Finanzmittel mit Sicherheiten besichert werden, die bereits als Sicherheiten für die bestehenden Schulden dienen und insb. eine Vorrangstellung neuer Sicherheiten gegenüber den bereits bestehenden Sicherheiten zu verhindern (sog. *priming*).⁹¹

Daher wird differenziert zwischen Sicherheiten bzw. Vermögenswerten, die bereits der Besicherung der *High Yield Bonds* dienen (und die daher unter die Definition des *permitted collateral lien* fallen müssen, damit die Investoren hinreichend gegen *priming* abgesichert sind) und Sicherheiten bzw. Vermögenswerten, die noch nicht der Besicherung der *High Yield Bonds* dienen (und die folglich lediglich als *permitted liens* eingestuft werden müssen).⁹²

Derzeit zu beobachtende Entwicklungen weisen auf einen stärkeren Fokus der Investoren auf die Definitionen der *permitted collateral liens* und *permitted liens* hin. Dabei wird versucht, die Definitionen einerseits über die Höhe der *baskets* und andererseits über die Art der Schulden, welche besichert werden können, zu beschränken.

bbb) Beitritt zu intercreditor agreements

Von Bedeutung sind ferner die jüngsten Entwicklungen im Bereich der Gläubigervereinbarungen (*intercreditor agreements*, ICAs), die zwar nicht Teil der *Covenants* bilden, jedoch für den *Limitation on Liens Covenant* eine grosse Rolle

⁸⁹ Hutter, Rz. 17.86.

⁹⁰ Krüger-Nett, Rz. 127; Balz, 406; vgl. zudem näher [IV.3.b\)bb\)aaa](#).

⁹¹ Vgl. Herding/Kranz, 127; Westpfahl, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, 160.

⁹² Houseman; McDonald/Graebner, 245.

spielen, da sie die Bedingungen und Beziehungen zwischen den verschiedenen Gläubigergruppen regeln.⁹³

Ob ein Gläubiger einer solchen Gläubigervereinbarung beitrifft, ist von erheblicher Bedeutung, da ein Gläubiger, der nicht dem ICA unterliegt, möglicherweise in Bezug auf andere Gläubiger keine nachrangige Stellung einnimmt bzw. keinen Zahlungsbeschränkungen oder *sharing*-Bestimmungen unterliegt.⁹⁴ Vor diesem Hintergrund besteht ein jüngst verstärkter Fokus von Investoren an den Anforderungen zum Beitritt anderer Gläubiger zu ICAs.

c) *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments*

aa) *Allgemeines*

Der *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* sieht grundsätzlich eine Einschränkung der bzw. Bedingungen für die *restricted group* vor, den Anteilseignern während der Laufzeit der Anleihe Dividenden auszuschütten und andere Zahlungen an Personen ausserhalb der *restricted group* – etwa Aktienrückkäufe, die Rückführung nachrangiger Schulden oder die Vornahme von Investitionen bspw. in Joint Ventures – vorzunehmen.⁹⁵ Dies soll verhindern, dass Barmittel und Vermögenswerte die *restricted group* verlassen und dass das Unternehmen Barmittel zugunsten von nachrangigen Gläubigern und Aktionären priorisiert;⁹⁶ der *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* dient folglich der Sicherstellung, dass die Anleihe nach der Laufzeit auch wieder zurückgezahlt werden kann. In einer klassischen Darlehensdokumentation sind in der Regel ähnliche Vorgaben enthalten, wobei jedoch meist klar zwischen Dividendenausschüttungen und Investitionen getrennt wird⁹⁷ und jeweils separate Covenants für bspw. *permitted distributions*, *permitted joint ventures*, *permitted acquisitions* oder Bedienung nachrangiger Schulden vorgesehen sind.

Die klassische High Yield-Dokumentation ermöglicht in der Regel Ausschüttungen i.H.v. 50% des konsolidierten Nettoertrags (*consolidated net income* (CNI)) ab dem Zeitpunkt des Quartalsendes in dem die Anleihe emittiert wurde (im Falle eines Verlusts abzüglich 100 % des Verlusts⁹⁸), sofern nach der Ausschüttung kein Default (bzw. kein *event of default*) eintritt und der FCCR-

⁹³ Berkery/Elder, 114; siehe zudem Taufner, Rz. 16.71.

⁹⁴ Vgl. Lloyd et al.; Billington/de Vito Piscicelli, 619 f.

⁹⁵ Hutter, Rz. 17.80; McDonald/Graebner, 244.

⁹⁶ Balz, 406.

⁹⁷ Esdorn/Galil, 1; vgl. auch Chenoweth/Wells, 69 f.

⁹⁸ Strauch, Rz. 192a.

Test ergibt, dass ein nominaler Betrag an Fremdkapital (d.h. 1 EUR im Fall einer Euro-Emission) auch nach der Ausschüttung noch aufgenommen werden könnte (sog. *build-up/builder basket*).⁹⁹ Zusätzliche Möglichkeiten, Ausschüttungen vorzunehmen, werden dem Emittenten durch weitere *baskets* oder *carve-outs* gewährt,¹⁰⁰ zu nennen sind hier etwa der *general restricted payment basket*, *carve-outs* bzgl. Managementausgaben oder *baskets for investments in joint venture or similar arrangements*.¹⁰¹

bb) Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Restricted Payments/ Permitted Investments Covenants

aaa) Eingeschränkter Zugang zum build-up/builder basket

Im Bereich des *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* ist zunächst zu verzeichnen, dass die Ausgestaltung des *build-up/builder basket* weiterhin einiger Flexibilität in Hinblick auf die Zugriffsbedingungen des *basket* selbst unterliegt.¹⁰² Zu beobachten ist jedoch, dass in jüngeren Transaktionen weniger die Tendenz besteht, die Zugriffsbedingungen hinsichtlich dieses *basket* bzw. der durch ihn vorgesehenen zusätzlichen Kapazitäten weiter zu erodieren.¹⁰³ So war traditionell vorgesehen, dass für einen Zugang zum einen der *ratio debt*-Test „bestanden“ werden muss und zugleich kein Default (bzw. kein *event of default*) vorliegen darf.¹⁰⁴ Während in den Jahren 2021 und 2022 diese Bedingungen regelmässig weggefallen sind,¹⁰⁵ ist zu beobachten, dass diese Zugriffsbedingungen nun wieder Teil des *Covenant* bilden.¹⁰⁶

bbb) Anforderungen an ratio-based restricted payment/permitted investment permissions

Bei der Ausgestaltung des *Limitation on Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* wird teilweise (wie auch beim *Debt Covenant* im Rahmen von Darlehensverträgen) auf *leverage ratio* Levels zurückgegriffen, um zulässige Ausnahmen (sog. *leverage ratio exceptions/carve-outs*¹⁰⁷) bzw. das Volumen des

⁹⁹ Schlitt et al., 432.

¹⁰⁰ Hutter, Rz. 17.80.

¹⁰¹ Ishikawa et al., 96 f.

¹⁰² Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰³ Capeci et al., 10 f.

¹⁰⁴ Berkery/Elder, 43 f.

¹⁰⁵ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰⁶ Vgl. Capeci et al., 10 f.; Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹⁰⁷ Hierzu McDonald et al., 2; Simpson Thacher, 6.

*investment/restricted payments basket*¹⁰⁸ festzulegen. Zu beobachten ist hierbei, dass der Leverage zur Zeit wieder niedriger und damit konservativer angesetzt wird als in der Vergangenheit.¹⁰⁹

ccc) *Abnahme der Verwendung des available amount-Konzepts*

Mit dem *available amount*-Konzept bzw. *available amount basket* als Teil des *Restricted Payments/Permitted Investments Covenant* wird es dem Emittenten ermöglicht, *restricted payments* und/oder zulässige Investitionen vorzunehmen, solange diese Zahlungen aus der Umwandlung bestimmter Elemente, wie z.B. IPO-Erlösen, finanziert werden.¹¹⁰ Wie derzeitige Entwicklungen jedoch zeigen, scheint die Inkludierung einer solchen Möglichkeit in den Anleihekonditionen abzunehmen bzw. die Ausnahme zu bleiben.¹¹¹

ddd) *Bindung von restricted payment/permitted investment baskets an den Verkauf spezifischer Vermögenswerte*

In der Vergangenheit enthielten einige *restricted payment/permitted investment baskets* Ausnahmeregelungen für die Verfügung über festgelegte Vermögenswerte (sog. *restricted payment baskets tied to specified asset sales*).¹¹² Die Erlöse aus solchen Verkäufen konnten bei „aggressiven“ Emissionen (d.h. oftmals mit Unterstützung von Private Equity Sponsoren) für beliebige Zwecke verwendet werden.¹¹³ Auch hinsichtlich dieser Ausnahmeregelung ist zurzeit allerdings eine rückläufige Tendenz feststellbar.¹¹⁴

eee) *Abnahme von restricted payment baskets for declined excess proceeds*

Hintergrund der sog. *restricted payment baskets for declined excess proceeds* ist die Tatsache, dass die Zahlung von Dividenden vereinfacht werden soll; insb. soll die Verpflichtung, ein Angebot zum Rückkauf der Anleihe und das Erfordernis einer Ablehnung desselben umgangen werden, die grundsätzlich im Rahmen des *Asset Sales Covenant* vorgesehen ist.¹¹⁵ Emittenten haben daher

¹⁰⁸ Vgl. Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*; Berkery/Elder, 52; Ishikawa et al., 93, die die Relevanz der *leverage ratio* im Bereich des *builder basket* verorten.

¹⁰⁹ Vgl. für das Jahr 2015 McDonald et al., 2; zu aktuelleren Zahlen siehe Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹¹⁰ Vgl. Summers et al., 97; Capeci et al., 9.

¹¹¹ Capeci et al., 9; Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*.

¹¹² Brittenham/Selinger, 77.

¹¹³ Vgl. Reorg, *2022 European Leveraged Loans Wrap*.

¹¹⁴ Reorg, *Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap*.

¹¹⁵ Reorg, *European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap*; Xtract, 8.

in der Vergangenheit darauf hingewirkt, ein Raster in den *Restricted Payments Covenant* zu inkludieren, das einen Teil der Vermögenswertverkaufserlöse gänzlich von den *excess proceeds* – also den Erlösen, die nicht zur Schuldentilgung, Reinvestition oder für andere im *Asset Sales Covenant* definierte Zwecke verwendet wurden – ausnimmt.¹¹⁶ Damit verbunden wurde ein eigener *basket* eingerichtet, der es erlaubt, die Erlöse aus dem Verkauf von Vermögenswerten direkt als *restricted payment* auszusahlen.¹¹⁷ Auch diese Regelung scheint mittlerweile weniger Niederschlag in den Anleihebedingungen zu finden.

fff) *Einschränkung des Transfers von bedeutenden Vermögenswerten an unbeschränkte Tochtergesellschaften*

Eine weitere erkennbare Entwicklung ist der Fokus von Investoren auf den Bereich der sog. *drop-down transactions*, im Rahmen derer der Emittent Vermögenswerte auf eine unbeschränkte Tochtergesellschaft überträgt, welche vermehrt engen Beschränkungen unterliegen soll.¹¹⁸ Besonders augenscheinlich wird diese Entwicklung anhand der von Investoren geforderten Beschränkungen auf IP-Rechte in Form sog. *J.Crew Blocker*,¹¹⁹ welche vermeiden sollen, dass wesentliche IP-Rechte auf *unrestricted subsidiaries* übertragen werden und in Folge ohne Beschränkungen der *Covenants* veräussert werden können. Auch wenn derartige Einschränkungen bislang selten auf sämtliche bedeutende Vermögenswerte bzw. *crown jewel assets* erweitert wurden,¹²⁰ ist eine derartige Entwicklung durchaus absehbar.¹²¹ Auch sind solche Restriktionen im Bereich von darlehensbezogenen *Covenants* – die zunehmend Ähnlichkeiten mit *High Yield Covenants* aufweisen¹²² – erkennbar.¹²³

d) *Limitation on Transactions with Affiliates*

Der *Limitation on Transactions with Affiliates Covenant* definiert die Bedingungen, die erfüllt sein müssen, um mit verbundenen Unternehmen Geschäfte

¹¹⁶ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹¹⁷ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap; Xtract, 8.

¹¹⁸ Vgl. hierzu Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap; Kyrwood et al., 1 f.; Mannal et al., 1 ff.

¹¹⁹ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹²⁰ Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹²¹ Vgl. Leicht/Nam.

¹²² Vgl. zu dieser Entwicklung Torgerson.

¹²³ Goodison/Wagner, 3.

abzuschliessen.¹²⁴ Hierdurch soll ein sog. *self-dealing* und eine damit verbundene Vermögensverschiebung an Unternehmen verhindert werden, die den Investoren entweder gar nicht oder nur nachrangig haften.¹²⁵

Jede Transaktion mit verbundenen Unternehmen muss demnach zu Bedingungen erfolgen, die nicht ungünstiger sind als bei einer Transaktion zu marktüblichen Bedingungen (*at arm's length*).¹²⁶ Um einen gewissen Kontrollmechanismus durch die Anleihekonditionen zu gewährleisten wird daher ab bestimmten Transaktionswerten ein Vorstandsbeschluss bzw. ein Beschluss der Geschäftsführung und/oder die Bestätigung der Angemessenheit der Gegenleistung durch ein unabhängiges Gutachten (*fairness opinion*) verlangt.¹²⁷ Gewisse Ausnahmen für *affiliate transactions* sind überdies im Rahmen von *carve-outs* im *Limitation on Transactions with Affiliates Covenant* enthalten.¹²⁸

e) *Dividend Blocker*

Bei dem für *High Yield Bond Indentures* charakteristischen *Dividend Blocker Covenant* (auch: *Dividend Stopper Covenant*¹²⁹ oder *Limitation on Restrictions on Distributions from Restricted Subsidiaries Covenant*¹³⁰) geht es um das für die gesamte *restricted group* geltende, aber primär auf Tochtergesellschaften des Emittenten entfallende Verbot, Beschränkungen von Zahlungsströmen, insb. von Dividenden, oder Restriktionen hinsichtlich des Transfers von Darlehen sowie Vermögenswerten im Allgemeinen einzugehen.¹³¹ Hintergrund dieser Zusicherung ist die Sicherstellung, dass die in den operativen Gesellschaften erwirtschafteten Erträge ungehindert an den Emittenten ausgeschüttet werden, sodass dieser über hinreichende Barmittel verfügt, um Zinsen und Rückzahlung des Kapitalbetrages zu bedienen.¹³²

¹²⁴ Hutter, Rz. 17.85.

¹²⁵ McDonald/Graebner, 244; Balz, 407.

¹²⁶ Vgl. Hutter, Rz. 17.85; zum überwiegend gleichlaufenden *Covenant* im Rahmen einer Darlehensvertragsdokumentation Wolpert.

¹²⁷ McDonald/Graebner, 244 f.; Hutter, Rz. 17.85.

¹²⁸ McDonald/Graebner, 245.

¹²⁹ Ishikawa et al., 100 ff.

¹³⁰ Vgl. bspw. Hutter, Rz. 17.81 f.

¹³¹ Vgl. Hutter, Rz. 17.81.

¹³² Hutter, Rz. 17.81; Schlitt et al., 433.

f) *Limitation on Asset Sales*

aa) *Allgemeines*

Beim *Limitation on Asset Sales Covenant* geht es um die Frage, inwiefern der Emittent während der Laufzeit der Anleihe Vermögenswerte veräußern darf; das Pendant zu diesem *Limitation on Asset Sales Covenant* in der *High Yield*-Vertragsdokumentation entspricht der sog. *Disposals Covenant* in einem Darlehensvertrag.¹³³ Grundsätzlich ist der Verkauf von Vermögenswerten dem Emittenten zwar nicht verboten, jedoch sieht ein solcher *Limitation on Asset Sales Covenant* in der Regel vor, dass der Emittent den marktüblichen Preis (*fair market value*) für die Verkäufe erhalten muss und dass der Verkaufserlös zu 75% aus Cash oder *cash equivalents* besteht.¹³⁴ Die Ratio hinter diesem *Limitation on Asset Sales Covenant* besteht in dem Bedürfnis der Investoren, für eine hinreichende Vermögensdeckung der Schulden zu sorgen und sicherzustellen, dass wie nachfolgend erläutert die Vermögenswerte weiterhin für die Hauptgeschäftsfelder eingesetzt werden.¹³⁵

Der *Limitation on Asset Sales Covenant* stellt daher bestimmte Vorgaben an die Verwendung des Verkaufserlöses auf, etwa dahingehend, dass dieser entweder innerhalb eines bestimmten Zeitraums (in der Regel innerhalb eines Jahres; sog. *reinvestment period*) zu investieren ist (z.B. in Form des Kaufs einer neuen Tochter, die Teil der *restricted group* wird), sodass der Vermögenswert in der Gruppe verbleibt, oder dass er zur Rückzahlung vor- oder gleichrangiger Schulden verwendet wird, mit der Folge, dass der Leverage der Gruppe insgesamt sinkt.¹³⁶ Ferner besteht bei einem übriggebliebenen Verkaufserlös (vorbehaltlich eines *De-minimis*-Schwellenwertes) die Verpflichtung, ein Rückkaufangebot der Anleihen zu 100% des Nennwerts zu unterbreiten.¹³⁷

bb) *Aktuelle Entwicklungen hinsichtlich der Limitation on Asset Sale Covenants*

Gleichlaufend mit der Abnahme von *restricted payment baskets* im Hinblick auf *specified asset sales*¹³⁸ sowie im Hinblick auf *declined excess proceeds*¹³⁹ ist auch im Bereich des *Limitation on Asset Sales Covenant* weniger Flexibilität zu beobachten. Zudem ist festzustellen, dass der Markt – nachdem die *reinvestment*

¹³³ Hierzu Ingerslev, 93 ff.

¹³⁴ Balz, 407.

¹³⁵ Balz, 407.

¹³⁶ McDonald/Graebner, 245; Hutter, Rz. 17.87.

¹³⁷ McDonald/Graebner, 245; Hutter, Rz. 17.87.

¹³⁸ Siehe oben, [IV.3.c\)ddd](#).

¹³⁹ Hierzu bereits oben, [IV.3.b\)eee](#).

period zuletzt deutlich, z.T. auf 540 Tage, ausgeweitet worden war – wieder auf den „klassischen“ Zeitraum von 365 Tagen zurückgreift, die Erlöse aus dem Verkauf also innerhalb dieses Zeitraums eingesetzt worden sein müssen, um keine Pflicht zur Abgabe eines Rückkaufsangebots der Anleihen auszulösen. Hingegen ist die Praxis, erhebliche *carve-outs* zu vereinbaren, weiterhin verbreitet, wenn auch im Einklang mit historischen Transaktionen.¹⁴⁰

g) *Mergers, Consolidations and Transfer of Assets*

Um zu verhindern, dass die Kreditwürdigkeit des Emittenten durch eine transformative Transaktion beeinträchtigt wird, sieht der *Covenant für Mergers, Consolidations and Transfer of Assets* vor, dass der Emittent keine Fusionen oder Veräußerungen sämtlicher bzw. eines Grossteils seiner Vermögenswerte vornehmen wird, es sei denn, die nach dem Zusammenschluss verbleibende Entität übernimmt explizit die Anleiheverbindlichkeiten.¹⁴¹ Zudem darf durch die Transaktion kein Default oder *event of default* eintreten und die verbleibende Gesellschaft muss einen bestimmten Verschuldungsgrad aufweisen – bspw. darf die FCCR pro forma nicht kleiner sein als die des Emittenten vor der Transaktion.¹⁴² Ein solcher *Covenant* in Form des ähnlich ausgestalteten *Merger Covenant* ist generell auch Bestandteil von Darlehensverträgen.¹⁴³

h) *Change of Control*

Der *Change of Control Covenant*¹⁴⁴ stellt eine für *High Yield Bonds* besonders charakteristische Zusicherung dar,¹⁴⁵ mit Hilfe derer konkretisiert wird, ab wann ein sog. *change of control* eintritt und damit eine Pflicht des Emittenten ausgelöst wird, gegenüber den Anleihegläubigern ein Angebot zum Rückkauf der Anleihe – typischerweise zu 101% des Nennwerts¹⁴⁶ – abzugeben. Der Grund für die Inkludierung einer solchen Klausel besteht in der Unsicherheit für die Investoren, die ein Kontrollwechsel – etwa aufgrund der Änderung der

¹⁴⁰ Für Beispiele siehe Bohr, 80 ff.

¹⁴¹ Balz, 407.

¹⁴² Schlitt et al., 433; Balz, 407.

¹⁴³ Siehe Runge, Rz. 1.41.

¹⁴⁴ Teilweise wird diese Klausel im Schrifttum nicht zu den *Covenants*, sondern zu den allgemeineren Klauseln der *indenture* bzw. der Anleihebedingungen gezählt, siehe bspw. Balz, 408; Schlitt et al., 435; anders (d.h. wie vorliegend) hingegen Kaulamo, Rz. 16.60; Hutter, Rz. 17.90; McDonald/Graebner, 246.

¹⁴⁵ In Darlehensverträgen ist grundsätzlich allerdings ebenfalls ein *Change of Control Covenant* enthalten, hierzu Runge, Rz. 1.42 ff.

¹⁴⁶ Hutter, Rz. 17.90; Balz, 408 .

Finanzstrategie, die mit Einbußen der Bonität bzw. potentieller Verschlechterung des Ratings des Emittenten einhergehen kann – mit sich bringt.¹⁴⁷ Im Wege eines *carve-out* sind im *Change of Control Covenant* ggf. Ausnahmen für vordefinierte Investoren, ein bestimmtes Rating oder einen bestimmten Leverage (sog. *portability features*) vorgesehen.¹⁴⁸ In jüngster Zeit sind diese *portability features* üblicherweise jedoch weniger flexibel und lösen im Zweifel schneller einen *change of control* aus.

i) *Reporting Covenant*

Ein weiterer für *High Yield Bonds* prägender *Covenant* ist der sog. *Reporting Covenant*, der zwar in der klassischen Darlehensvertragsdokumentation mit dem *Information Covenant* ebenfalls vorgesehen, jedoch teilweise abweichend ausgestaltet ist.¹⁴⁹ Diesem zufolge ist der Emittent verpflichtet, die Anleihegläubiger regelmässig über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens zu informieren.¹⁵⁰ Dies geschieht insb. durch einen Jahresbericht, der im Hinblick auf die enthaltenen Informationen mit dem *offering memorandum* vergleichbar ist.¹⁵¹ Wie im Falle von Darlehen müssen also vor allem innerhalb von 90 bis 120 Tagen nach Ende des Geschäftsjahres geprüfte Jahresabschlüsse sowie innerhalb von 60 bis 90 Tagen nach Ende des Geschäftsquartals ungeprüfte Quartalsberichte bereitgestellt werden.¹⁵²

Hingegen bestehen bei den *compliance certificates* zwischen Darlehen und *High Yield Bonds* einige Unterschiede: während im Falle von Darlehen vierteljährlich ein sog. *compliance certificate* eingereicht werden muss, in dem die Einhaltung der *maintenance covenants* bestätigt wird,¹⁵³ ist das *compliance certificate* bei *High Yield Bonds* lediglich in Form einer einmal jährlichen Selbstzertifizierung vorgesehen, wobei der Emittent bestätigt, dass ihm kein Vorfall bekannt ist, der ein vorzeitiges Kündigungsrecht der Anleihegläubiger – und somit eine Verletzung der *Covenants* – zur Folge hatte.¹⁵⁴ Über solche *events of default* ist ggf. (auch) im Rahmen einer *ad hoc*-Mitteilung zu unterrichten.¹⁵⁵

¹⁴⁷ Hutter, Rz. 17.90 m.w.N.

¹⁴⁸ McDonald/Graebner, 246; vgl. auch Hutter, Rz. 17.90.

¹⁴⁹ Zu den üblichen Informationspflichten im Rahmen von Darlehensverträgen siehe Runge, Rz. 1.62 ff.

¹⁵⁰ Hutter, Rz. 17.88; Balz, 407.

¹⁵¹ Hutter, Rz. 17.88; Balz, 407.

¹⁵² Vgl. McDonald/Graebner, 245.

¹⁵³ Hannen, 2235.

¹⁵⁴ Hoffmann/Baron, 333; Schlitt et al., 431.

¹⁵⁵ Hoffmann/Baron, 333.

Im Zusammenhang mit dem *Reporting Covenant* ist zu beachten, dass auch das Listing der Anleihen zu weiteren, gesetzlich vorgesehenen Berichtspflichten führen kann. Für *High Yield Bonds* europäischer Emittenten waren in der Vergangenheit insb. die *Listing Rules* des *Euro MTF Market* der Luxemburger Wertpapierbörse¹⁵⁶ und des *Global Exchange Market* (GEM) der Irischen Wertpapierbörse¹⁵⁷ entscheidend, da *High Yield Bonds* primär an diesen beiden Handelsplätzen notiert wurden.¹⁵⁸ Seit Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung¹⁵⁹ im Jahre 2016 und der damit verbundenen Erweiterung einiger Zulassungsfolgepflichten erfolgt jedoch eine zunehmende Verschiebung hin zu der aussereuropäischen Börse *The International Stock Exchange* (TISE) auf Guernsey,¹⁶⁰ sodass primär die dort geltenden, weniger stringenten Regelungen zu den Berichtspflichten¹⁶¹ massgeblich sind.

Die Berichtspflichten gegenüber den Anleihegläubigern im *Reporting Covenant* und die Berichtspflichten gegenüber der jeweiligen Börse bzw. der Öffentlichkeit sind grundsätzlich unabhängig voneinander zu erfüllen; teilweise wird im *Reporting Covenant* aber auch direkt auf die bestehenden gesetzlichen Berichtspflichten verwiesen.¹⁶² Regelmässig dürften börsennotierte Emittenten daher zumindest teilweise auf die gesetzlich geschuldete Berichterstattung verweisen können.¹⁶³ Der *Reporting Covenant* dient somit in erster Linie der Sicherstellung, dass der Emittent während der Laufzeit der Anleihen eine vollständige Offenlegung vornimmt, unabhängig davon, ob er weiteren Meldepflichten nach den geltenden Wertpapiergesetzen oder Börsenregeln unterliegt.¹⁶⁴

¹⁵⁶ Siehe Rules 908, 909, 1001-1004 i.V.m. Rule 1005 der Rules & Regulations of the Luxembourg Stock Exchange, Ed. 10/2022, abrufbar unter <<https://www.luxse.com/regulation>>.

¹⁵⁷ Euronext, Global Exchange Market Listing and Admission to Trading Rules for Debt Securities, Release 6, S. 41 ff., abrufbar unter <<https://www.euronext.com/en/list-products/bonds/how-list/how-list-global-exchange-market-gem>>.

¹⁵⁸ Vgl. hierzu Strauch, Rz. 182.

¹⁵⁹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABL L 173/1 vom 12. Juni 2014, 1 ff.

¹⁶⁰ Kaulamo, Rz. 16.24.

¹⁶¹ Siehe TISE, Qualified Investor Bond Market – Listing Rules, Chapter 3 – Ongoing obligations, abrufbar unter <<https://tisegroup.com/media/04mpjbx/qualified-investor-bond-market-listing-rules-january-2022-int.pdf>>.

¹⁶² Vgl. McDonald/Graebner, 246.

¹⁶³ Schlitt et al., 434.

¹⁶⁴ Bohr, 88.

j) *Weitere aktuelle Entwicklungen im Bereich der Ausgestaltung von High Yield Covenants*

aa) *EBITDA-Anpassungen*

Im Bereich der EBITDA-Anpassungen zeichnet sich ebenfalls eine investorenfreundlichere Entwicklung ab. Das EBITDA ist für mehrere *Covenants* von grundlegender Bedeutung; insb. ist es relevant für viele *ratios*.¹⁶⁵ Je höher das EBITDA eines Unternehmens ist, desto grösser ist sein Spielraum im Rahmen der Anleihebedingungen; und daher sind jegliche Formen von *adjustments* und *addbacks* entscheidend.¹⁶⁶ Während der Covid19-Pandemie wurde anhand verschiedener Methoden versucht, das EBITDA künstlich zu erhöhen.¹⁶⁷ Mittlerweile hat sich der Bereich der EBITDA-Anpassungen daher zu einem typischen Bereich des *investor pushback* entwickelt. Insb. sind Investoren nun sehr darauf bedacht, bei Kosteneinsparungen, Synergien sowie bei etwaiger Hinzufügung von Umsätzen sog. *caps* zu inkludieren.¹⁶⁸ Auch ist wieder eine vermehrte Einführung von *third-party-verification*-Mechanismen zu beobachten.¹⁶⁹

bb) *Calculation flexibilities*

Auch im Bereich der Berechnung anderer Finanzkennzahlen bzw. *ratios* wurde den Emittenten in der Vergangenheit viel Flexibilität zugestanden. Bspw. wurden bei der Berechnung der *leverage ratio* Schulden, die im Rahmen von *revolving credit* oder *working capital* aufgenommen werden, ausgeklammert.¹⁷⁰ Ferner wurde dem Emittenten die Möglichkeit des *carry-forward* and *carry-back* eingeräumt, sodass er bei den auf jährlicher Basis berechneten *baskets* ungenutzte Beträge auf das folgende Jahr oder künftige Kapazitäten auf das laufende Jahr übertragen konnte.¹⁷¹

Verbreitet war zudem die Strategie des sog. *high water marking*, mit Hilfe derer der Grenzbetrag für sog. *soft-capped baskets*, der an einen bestimmten Prozentsatz des EBITDA geknüpft wird, an dem höchsten jemals erreichten EBITDA festgemacht wurde, sodass die Kapazität unter dem jeweiligen *basket*

¹⁶⁵ Harrow, 1; Bohr, 31 ff.

¹⁶⁶ Harrow, 1.

¹⁶⁷ Siehe nur Schwartz/Holmes.

¹⁶⁸ Siehe u.a. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

¹⁶⁹ Hierzu im Allgemeinen Christmas et al., 12.

¹⁷⁰ Vgl. Tadros, 6.

¹⁷¹ Vgl. Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap.

an einem rein historischen EBITDA-Wert zu messen war, der in der Gegenwart u.U. nicht mehr erreicht werden konnte.¹⁷²

V. Verknüpfung von High Yield Bonds und Sustainable Finance als neues Marktphänomen

Der Bereich *Sustainable Finance* hat in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen.¹⁷³ Auch im Bereich der Verknüpfung von Nachhaltigkeit mit *High Yield*-Emissionen lassen sich entsprechende – wenn auch bislang eher vage – Entwicklungen feststellen, über die im Folgenden ein Überblick gegeben werden soll.

I. Allgemeines zu Sustainable Finance und nachhaltigen Finanzinstrumenten

Unter *Sustainable Finance* ist die Praxis zu verstehen, öffentliches und privates Kapital auf Investitionen umzulenken, die Ziele im ökologischen, sozialen oder im Governance-Bereich (*environmental, social or governance, ESG*) unterstützen.¹⁷⁴

Im Wesentlichen haben sich hier zwei Kategorien von Instrumenten herausgebildet. Die aktivitätsbasierten Instrumente sehen vor, dass die Erlöse zur Finanzierung von Projekten mit ökologischem Nutzen (*green bonds*), positiven sozialen Auswirkungen (*social bonds*) oder einer Kombination aus beidem (*sustainability bonds*) verwendet werden.¹⁷⁵ Die leistungsbasierten Instrumente, zu denen die sog. *sustainability-linked bonds* (SLBs) zählen, sind hingegen nicht an eine bestimmte Verwendung der Erlöse gebunden.¹⁷⁶ Hier sind die wirtschaftlichen Bedingungen so strukturiert, dass der Emittent einen Anreiz hat, sein Nachhaltigkeitsprofil zu verbessern,¹⁷⁷ es steht also die nachhaltige Unternehmensführung des Emittenten im Vordergrund.¹⁷⁸ Wenn der Emittent die in den Anleihebedingungen festgelegten Nachhaltigkeitsziele (*sustainability performance targets, SPTs*) bzw. die dabei definierten Indikato-

¹⁷² Tadros, 6.

¹⁷³ Vgl. an Stelle vieler Oulds/Kopp, Rz. 2.48 ff.

¹⁷⁴ Siehe ausführlich zum Begriff Bueren, 816 ff.

¹⁷⁵ Taufner, Rz. 16.18; Schlee/Rojahn, 48.

¹⁷⁶ Taufner, Rz. 16.18; Schlee/Rojahn, 48.

¹⁷⁷ Taufner, Rz. 16.18.

¹⁷⁸ Schlee/Rojahn, 48.

ren (*key performance indicators*, KPIs) nicht erreicht, sehen die Bedingungen in der Regel Erhöhungen des Zinssatzes (sog. *step-ups*) und/oder des Rückzahlungspreises bei frühzeitiger Tilgung vor.¹⁷⁹

2. Bisherige Relevanz von Sustainable Finance für High Yield Bonds

Grundsätzlich gelten *Sustainable Finance Instruments* im Bereich der *Investment Grade*-Anleihen als deutlich verbreiteter als im *Non-Investment Grade*-Bereich. Im Vergleich zum *Investment-Grade*-Bereich, wird die Anzahl der Emissionen im Bereich der *green bonds* im *High Yield*-Segment seit den ersten entsprechenden Emissionen im Jahr 2014¹⁸⁰ jedenfalls als nach wie vor eher gering eingestuft.

Anhand der verfügbaren Daten kann festgehalten werden, dass eine steigende Relevanz von *Sustainable Finance*, jedenfalls im Hinblick auf die leistungsba- sierten Finanzinstrumente, auf dem europäischen *High Yield*-Markt zu beob- achten ist.¹⁸¹ So wuchs allein im Jahre 2021 das Emissionsvolumen von europäi- schen *High Yield* SLBs auf 15,7 Mrd. EUR bei 42 Transaktionen.¹⁸² Im Jahr 2022 gingen diese Emissionen im Einklang mit den allgemeinen Marktbedingungen zwar deutlich zurück; dennoch ist eine steigende Nachfrage von Investoren- seite zu verzeichnen und davon auszugehen, dass auch im *High Yield*-Segment Nachhaltigkeitsaspekte von tendenziell immer grösserer Bedeutung sein dürf- ten.¹⁸³

3. Erste Guidance zur Verknüpfung von High Yield Bonds mit Sustainable Finance

Auf die oben dargestellten Marktentwicklungen haben die *International Capital Markets Association* (ICMA) und die *European Leveraged Finance Association* (ELFA) reagiert und im Jahre 2023 eine Reihe an unverbindlichen Empfeh- lungen für *High Yield Bonds* im Einklang mit den *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) der ICMA in Form der *Practical Recommendations for High Yield Sustainability-Linked Bonds* erarbeitet.¹⁸⁴ Im Rahmen dieser Empfehlun- gen wird betont, dass sowohl die SLBP als auch das darauf bezogene Q&A¹⁸⁵ auf jede Art von Anleihe, als auch auf solche im *Non-Investment Grade*-Be-

¹⁷⁹ Taufner, Rz. 16.18; Oulds/Kopp, Rz. 2.10.

¹⁸⁰ Hierzu *Climate Bonds Initiative*; siehe auch Bahgat et al., 4 ff.

¹⁸¹ Vgl. Bahgat, 5 ff.; Khanna et al., 3; Camillieri/Capecci, 3, 8.

¹⁸² AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*.

¹⁸³ AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*; Bahgat et al., 11.

¹⁸⁴ ICMA/ELFA, *High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations*.

¹⁸⁵ ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles Related Questions*.

reich, anzuwenden und *High Yield SLBs* nicht als eigene Anlageklasse einzuordnen, sondern als *High Yield Bonds* zu klassifizieren, jedoch seien mit *High Yield Bonds* einige spezifische Merkmale verbunden, die eine besondere Betrachtung im Vergleich zu *Investment-Grade*-Anleihen erforderten.¹⁸⁷

Ferner sind im Bereich der *Guidance* zur Verknüpfung von *High Yield Bonds* mit Aspekten der *Sustainable Finance* auch die von der AFME herausgegebenen *ESG Guidelines for the European High Yield Market* zu nennen, die im Jahre 2020¹⁸⁸ ausgearbeitet und bereits mehrfach aktualisiert wurden.¹⁸⁹

4. Auswirkungen von Sustainable Finance-Aspekten auf High Yield Covenants

Mit Blick der soeben dargestellten Zunahme von mit Nachhaltigkeitsaspekten verknüpften *High Yield*-Emissionen stellt sich die Frage, ob sich diese Entwicklungen bereits in den Anleihebedingungen bzw. in der *Covenant*-Gestaltung niederschlagen oder künftig zu erwarten ist, dass derartige Neuerungen Veränderungen der *High Yield*-Dokumentation nach sich ziehen.

Dabei ist bei den aktivitätsbasierten nachhaltigen Finanzinstrumenten, also insb. bei den *Green Bonds*, dieselbe Entwicklung wie im Rahmen der *Investment-Grade*-Anleihen zu verzeichnen, nämlich dass die Anleihebedingungen grundsätzlich denjenigen für „gewöhnliche“ Anleihen folgen und das *Green Bond Framework* oder andere denkbare Nachhaltigkeitsaspekte nicht als *Covenant* in die *indenture* aufgenommen,¹⁹⁰ also keine konkreten Durchsetzungsmechanismen integriert werden.¹⁹¹ Mangels entsprechender Vorgaben innerhalb des *EU Green Bond Standard*,¹⁹² der in seiner Entwurfsversion noch Vorgaben zur vertraglichen Einbindung der Anforderungen an *green bonds* in die Anleihebedingungen machte, hiervon in der im Dezember 2023 in Kraft getretenen Endfassung nun aber abgerückt ist,¹⁹³ scheint es eher unwahr-

¹⁸⁶ In diesem Sinne auch Vorndran, 780.

¹⁸⁷ ICMA/ELFA, *High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations*.

¹⁸⁸ Simmons.

¹⁸⁹ Vgl. AFME, *Unprecedented sustainability-linked financing*.

¹⁹⁰ Bahgat et al., 10 f.; vgl. zur allgemeinen Praxis bei *Green Bonds*, etwaige „grüne Standards“ nicht in den Vertrag bzw. die Anleihebedingungen aufzunehmen Oulds/Kopp, Rz. 2.135; Veil, 1096.

¹⁹¹ Bahgat et al., 9.

¹⁹² Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen, ABl L vom 30. November 2023.

¹⁹³ Vgl. Schlitt/Esmaty, 431; Biedermann/Pichler, 2680.

scheinlich, dass die Anleihebedingungen von *High Yield Green Bonds* sich in naher Zukunft von herkömmlichen Anleihebedingungen unterscheiden, auch wenn angesichts einer immer stärker ESG-orientierte Nachfrage eine entsprechende Marktentwicklung zumindest nicht ausgeschlossen erscheint.¹⁹⁴ Hingegen schlagen sich die Entwicklungen im Bereich der *High Yield SLBs* durchaus auch auf die Anleihebedingungen nieder,¹⁹⁵ wobei hier ebenfalls noch Raum für die Integration weitgehenderer ESG-bezogener *features* in das *covenant package* bestehen dürfte.¹⁹⁶

VI. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorangehende Analyse hat gezeigt, dass *High Yield Bonds* auch in absehbarer Zeit nicht mehr vom europäischen Unternehmensanleihemarkt wegzudenken sind, ihre konkrete Bedeutung und Ausgestaltung jedoch freilich abhängig von den jeweiligen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind.

Für das Jahr 2024 ist zum einen zu erwarten, dass Emittenten (weiterhin) strategisch ausstehende Anleihen zurückkaufen, um eventuellen Unsicherheiten bei einer bei Fälligkeit anstehenden Refinanzierung zuvorzukommen. Darüber hinaus werden weitere Bewegungen auf dem Markt zu verzeichnen sein vor dem Hintergrund, dass der Grossteil der während der Covid19-Pandemie emittierten Anleihen in den Jahren 2025 und 2026 fällig wird. In den nächsten 12 bis 24 Monaten ist daher mit einem sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach Refinanzierung zu rechnen, wobei die Emittenten, die eine solche anstreben, sich angesichts der in der Einleitung genannten, makroökonomischen Faktoren nun in einem veränderten Umfeld bewegen und der Finanzierungsdruck auf sie angesichts der hohen Zinssätze bei einer gleichzeitigen Konjunkturabschwächung deutlich erhöht sein dürfte.

Im Bereich *Sustainable Finance* sind ebenfalls erhebliche Umbrüche mit Blick auf die Ausgestaltung von *High Yield Bonds*, zumindest in Bezug auf die Emission von *High Yield SLBs* zu erwarten.

Insgesamt ist bei der Ausgestaltung der *Covenants* nur bedingt eine Rückentwicklung hin zu den Bedingungen vor der Covid19-Pandemie zu beobachten. Zugleich werden die hohen Zinssätze und die Marktvolatilität vermutlich zu einer anhaltenden Verlangsamung bzw. Beruhigung des Marktes führen sowie zur Übernahme von Marktanteilen durch private Kreditfonds.

¹⁹⁴ Bahgat et al., 11.

¹⁹⁵ Bahgat et al., 9; vgl. im Allgemeinen Oulds/Kopp, Rz. 2.135.

¹⁹⁶ Bahgat et al., 11.

Literaturverzeichnis

- AFME, High Yield and Leveraged Loan Data Report – Q4 2023, abrufbar unter <[https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_HYLL - Final.pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_HYLL_-_Final.pdf)>.
- AFME, Unprecedented sustainability-linked financing and changing regulatory policy mean European High Yield market is fast-evolving, 15. Dezember 2022, abrufbar unter <<https://www.afme.eu/news/press-releases/details/unprecedented-sustainability-linked-financing-and-changing-regulatory-policy-mean-european-high-yield-market-is-fast-evolving>>.
- Artzinger-Bolten Jochen/Wöckener Karsten, §1 Allgemeine Vorschriften, in: Hopt Klaus/Seibt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Artzinger-Bolten/Wöckener).
- Bahgat Tamer et al., European High Yield: Green Bonds and Sustainability-Linked Bonds, 26. März 2021, abrufbar unter <https://www.alston.com/-/media/files/insights/publications/2021/03/highyield-green-bonds.pdf?rev=852c64422adc4d48a3aa1275f6f34337&sc_lang=en&hash=A874CD35376D7A78A86068FD767EC685>.
- Balz Karl Friedrich, Reform des SchVG – High Yield Bonds zukünftig nach deutschem Recht?, ZBB 2009, 401 ff.
- Baums Theodor, Recht der Unternehmensfinanzierung, München 2017.
- Berkery John/Elder Jason, Mayer Brown's High Yield Bonds: The Complete Issuer's Guide – US Edition, 2023, abrufbar unter <<https://www.mayerbrown.com/en/insights/publications/2023/04/high-yield-bonds-the-complete-issuers-guide-us-edition>>.
- Biedermann Felix/Pichler Robin, Der EU Green Bond Standard: Überblick und praxisorientierte Einordnung in den generellen Kontext grüner Anleihen, DB 2023, 2676 ff.
- Billington David/de Vito Piscicelli Carlo, Dangers for the unwary: intercreditor agreements, covenant lite and additional debt, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2017, 618 ff.
- Bohr Bernd, High Yield Bonds – An Issuer's Guide, European Edition, 2020, abrufbar unter <<https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/07/highyieldbondsanissuersguide5theuropeanedition.pdf>>.
- Bradford Miko, Banking & Finance 2021 UK: Trends and Developments, Chambers Global Practice Guides, 2021, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/160861/Banking-Finance-2021.pdf>>.
- Brittenham David/Selinger Scott, Debt Retirement in Leveraged Financings, The International Comparative Legal Guide to Lending & Secured Finance 2017, 76 ff.
- Bueren Eckart, Sustainable Finance, ZGR 2019, 813 ff.
- Camillieri Azzurra/Capeci Bart, 2023 European Sustainability-linked Bonds & Loans Wrap, Reorg 2024, abrufbar unter <https://go.reorg-research.com/1/279152/2024-02-14/28tvlx/279152/1707903764j8FVGbbt/European_Sustainability_Linked_Bonds_and_Loans_Wrap_2023.pdf>.

- Capeci Bart et al., 2023 European High Yield Bonds Wrap: Aggressive Terms Swamped by Wave of Refinancings but Overall Covenant Capacities Increase, abrufbar unter <<https://reorg.com/blog-post/european-high-yield-bonds-wrap-2023/>>.
- Chenoweth Tracey/Wells Clive, A Comparison of Key Provisions in U.S. and European Leveraged Loan Agreements, Lending & Secured Finance 2022, 63 ff.
- Christmas Matt et al., New Year: New Terms for the Mid-Market? Trends from the European large-cap leveraged debt space and their emergence in the UK and European mid-market, 2022, abrufbar unter <<https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2022/02/new-year-new-terms-for-the-mid-market>>.
- Climate Bonds Initiative, Finally Europe's first high yield green bonds! Abengoa issues 2x 5yr bonds for a total of EUR500m (\$340m) – 'B' & 'NotRated', 2014, abrufbar unter <<https://www.climatebonds.net/2014/10/finally-europe's-first-high-yield-green-bonds-abengoa-issues-2x-5yr-bonds-total-eur500m-340m>>.
- Drescher Ingo et al. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum HGB, 5. A., München 2024 (zit. MüKo HGB-Bearbeiter/in, <Beitrag>, Rz. XX).
- Ebner Christian, Zinswende bei zinstragenden Finanzinstrumenten, RdF 2024, 40 ff.
- Eilers Stephan/Teufel Tobias, Glossar der wichtigsten Finanzierungsinstrumente, in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Auflage, München 2014 (zit. Eilers/Teufel).
- Esdorn Joerg/Galil Yair, Loan Covenant Checklist: Restricted Payments, 2015, abrufbar unter <<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/Esdorn-Galil-Loan-Covenant-Checklist-Restricted-Payments-Practical-Law.pdf>>.
- Freytag Martin, Make-Whole-Klauseln in Anleihebedingungen, BKR 2022, 702 ff.
- Goodison Eric/Wagner Margot, Covenant-Lite Loans: Overview, Thomson Reuters 2019, abrufbar unter <https://www.paulweiss.com/media/3978887/goodison_wagner_practicallaw_aug2019_update.pdf>.
- Greene Edward et al., U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, 12. A., New York 2017.
- Hannen Ina, Financial Covenant Management, Controlling und Compliance, DB 2012, 2233 ff.
- Harrow Shoshanna, EBITDA Addbacks in European High Yield Bonds and Leveraged Loans, Covenant Review 16. August 2021, abrufbar unter <<https://www.fitchsolutions.com/sites/default/files/2021-09/ebitda-addbacks-in-european-high-yield-bonds-and-leveraged-loans.pdf>>.
- Heitmann Stefan, High-Yield-Anleihen, Baden-Baden 2007.
- Herding Franz Bernhard/Kranz Christopher, Dutch Scheme und UK Restructuring Plan – Wie gut sind die neuen Sanierungstools?, ZRI 2021, 123 ff.
- Hoffmann-Becking Michael, § 1 Kapitalmarkttransaktionen aus Sicht des Finanzberaters, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 1 ff. (zit. Hoffmann-Becking).
- Hoffmann Guido/Baron Patrick, Emission und Dokumentation von High-Yield-Anleihen Europäischer Unternehmen in der Marktpraxis, ZBB 2005, 317 ff.

- Houseman Gordon, The Liquidity Crunch, Shearman & Sterling Perspectives, 1. April 2020, abrufbar unter <<https://www.shearman.com/en/perspectives/2020/04/the-liquidity-crunch>>.
- Hutter Stephan, § 17 High Yield Anleihen, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 17 ff. (zit. Hutter).
- ICMA, Sustainability-Linked Bond Principles Related Questions, 2023, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/SLB-QA-2023-Sept-250923.pdf?utm_source=ICMA+Total+Subscribes&utm_campaign=9c11986d57-EMAIL_CAMPAIGN_2023_SEPT+PR+SLB+QAs&utm_medium=email&utm_term=0_-74d917e8a6-%5BLIST_EMAIL_ID%5D>.
- ICMA/ELFA, High Yield Sustainability-Linked Bonds Practical Recommendations, 2023, abrufbar unter <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ELFA-and-ICMA-Practical-Recommendations-for-High-Yield-Sustainability-Linked-Bonds-May-2023-220523.pdf>>.
- Ingerslev Anne Cathrine, The changing nature of the disposals covenant on European leveraged financings: should you go LMA-style, high yield bond-style or mix it up?, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2019, 93 ff.
- Ishikawa Naomi et al., Containing and protecting cash and assets – limitations on restricted payments, asset dispositions and dividend stoppers, in: PEI, Understanding High-Yield Bonds: A complete guide for investors, issuers, banks and adviser, 2014, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/17909/HYB-Milbank-digi.pdf>>, 89 ff.
- Kaulamo Katja, § 16 Anleihen, in: Habersack Mathias et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln 2019, Rz. 61 ff. (zit. Kaulamo).
- Khanna Aditya et al., Key trends in top tier sponsor high yield covenant packages, Ropes & Gray LLP 2022, abrufbar unter <<https://www.ropesgray.com/en/insights/viewpoints/102hkzx/key-trends-in-top-tier-sponsor-high-yield-covenant-packages>>.
- Kitchen Richard et al., Fit for Purpose? Examining the suitability of US-inspired debt concepts in the European mid-market, King & Spalding 2023, abrufbar unter <https://www.kslaw.com/attachments/000/010/770/original/What_is_it_Fit_For_Purpose.pdf?1683723789>.
- Krüger Stefan (Hrsg.), Handbuch Factoringrecht, Köln 2017 (zit. Krüger-Bearbeiter/in, Rz. XX).
- Kusserow Berthold/Dittrich Kurt, Die Begebung von High Yield-Anleihen unter deutschem Recht, WM 2000, 745 ff.
- Kyrwood Jason et al., Lessons for the loan market from recent liability management transactions, IFLR 2020, abrufbar unter <https://www.davispolk.com/sites/default/files/davis_polk_reprint-davis_polk.pdf>.
- Leicht Eric/Nam Daniel, Positive outlook: US leveraged finance on solid ground for 2021, 3. Februar 2021, abrufbar unter <<https://debtexplorer.whitecase.com/leveraged-finance-commentary/positive-outlook-us-leveraged-finance-on-solid-ground-for-2021>>.

- Lloyd Richard et al., Calculating and Implementing Additional Debt Capacity, 28. Februar 2019, abrufbar unter <<https://www.jdsupra.com/legalnews/calculating-and-implementing-additional-10779/>>.
- Lürken Sacha/Plank Leo/Ruf Marlene, Kapitel 12 Ausserinsolvenzrechtliche Restrukturierungen ausserhalb des SchVG (einschliesslich nicht dem deutschen Recht unterliegenden Schuldverschreibungen), in: Hopt Klaus/Seibt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Lürken et al.).
- Mannal Douglas et al., Liability Management Transactions (Part II): Drop-down Transactions, Dechert LLP 2023, abrufbar unter <<https://www.dechert.com/knowledge/onpoint/2023/1/liability-management-transactions-part-ii-drop-down-transacti.html>>.
- McDonald James/Graebner Riley, High-yield bonds: an introduction to material covenants and terms, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2014, 242 ff.
- McDonald James et al., High yield bond provisions: crossing the Atlantic, Thomson & Reuters Practical Law 2015, abrufbar unter <<https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2015/03/plc-article-skadden-hybs-us-v-europe.pdf>>.
- Meyer, Beteiligung von Analysten und Erstellung von Research-Berichten im Rahmen von Börsengängen im Spannungsfeld von Regulierung und Markterwartungen, ZBB 2020, 141 ff.
- Moritz Joachim/Helios Marcus/Jesch Thomas, Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlage-recht, Band 3: Recht der Assetklassen, 3. A., Frankfurt 2019 (zit. Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Band 3-Bearbeiter/in, S. XX).
- Morrissy Stuart/Cunningham Jessica, Limiting leverage – limitations on incurrence of indebtedness and sale and leaseback transactions, in: PEI, Understanding High-Yield Bonds: A complete guide for investors, issuers, banks and adviser, 2014, abrufbar unter <<https://www.milbank.com/a/web/17909/HYB-Milbank-digi.pdf>>, 79 ff.
- Mucke Jörg, Negativerklärungen (Negative Pledge Clauses) als Instrument der Kreditsicherung, inhaltliche Anforderungen des deutschen Rechts, WM 2006, 1804 ff.
- Oulds Mark K., Kapitel 4 Anleihebedingungen, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Oulds).
- Oulds Mark K./Kopp Boris, Kapitel 2 Nachhaltige Schuldverschreibungen und ihre Ausgestaltungen (insbesondere Green Bonds), in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Oulds/Kopp).
- Patterson, Barton, Defining the Reach of the Securities Exchange Act: Extraterritorial Application of the Antifraud Provision, 74/213 Fordham Law Review 2005, 216.
- Reinhard Thorsten/Schall Alexander (Hrsg.), SchVG, Berlin 2020 (zit. Reinhard/Schall-Bearbeiter/in, § XX Rz. YY).
- Reorg, 2022 European Leveraged Loans Wrap: Investor Pushback Increases in Turbulent Market But Strong Credits Still Call The (Covenant) Shots, 30. Januar 2023, abrufbar unter <<https://reorg.com/2022-european-leveraged-loans-wrap/>>.

- Reorg, Covenant Trends: 2022 High Yield Wrap: In Turbulent Year, Day One General Capacities Reduce While Favored Credits Still Command Aggressive Features, 23. Januar 2023, abrufbar unter <<https://reorg.com/high-yield-covenant-trends-2022/>>.
- Reorg, European High-Yield Bonds 2023 Half-Year Wrap: Volumes Increase, Coupons Fall, Day 1 Capacities Increase But Aggressive Terms Retreat Slightly, 31. Juli 2023, abrufbar unter <<https://www.reorg.com/european-high-yield-bonds-2023-half-year-wrap/>>.
- Reorg, European High-Yield Covenants Pushback Tracker: Successful Pushback in Kedrion 2029s Focuses on Reducing Value Leakage Risk, Introduces 'J. Crew' Blocker on IP Transfers, 28. April 2023, abrufbar unter <<https://reorg.com/successful-pushback-in-kedrion-2029s/>>.
- Reorg, Reclassification, Reallocation Mechanics in Debt Documents Can Take Ordinary Baskets and Create Extraordinary Flexibility, 2. August 2022, abrufbar unter <<https://reorg.com/covenants-analysis-mcafee/>>.
- Rosenbaum Joshua/Pearl Joshua, Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs, 3. A., Hoboken 2022.
- Runge Julia, Covenants in Kreditverträgen: Grenzen der Einflussnahme von Kreditinstituten, Köln 2010.
- Schlee Alexander/Rojahn Martin, Sustainability-linked Bonds – aktuelle Entwicklungen, DB Beilage 2/2021, 48 ff.
- Schlitt Michael, Aktuelle Entwicklungen bei High-Yield Bonds, AG 2011, 429 ff.
- Schlitt Michael/Esmaty Laura, Der Europäische Green Bond Standard: Überblick und erste Würdigung, BKR 2023, 426 ff.
- Schwartz Peter/Holmes Edward, Adjustments for a Pandemic: How High Yield Issuers Are Dealing With Extraordinary Adjustments in Covenants and Disclosure, 18. Dezember 2020, abrufbar unter <<https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/adjustments-for-a-pandemic-how-high-yield-issuers-are-dealing-with>>.
- Setty Saish, An Introduction to High-yield Bond Covenants, in: Fridson Martin, Foundations of High-Yield Analysis, CFA Institute Research Foundation 2018, 32 ff.
- Simmons Gary, AFME Recommended ESG Disclosure and Diligence Practices for the European High Yield Market, 2020, abrufbar unter <<https://www.afme.eu/publications/reports/details/afme-recommended-esg-disclosure-and-diligence-practices-for-the-european-high-yield-market>>.
- Simpson Thacher & Bartlett LLP, Leveraged Finance 101: A Covenant Handbook, abrufbar unter <<https://www.stblaw.com/docs/default-source/publications/leveraged-finance-101-a-covenant-handbook.pdf>>.
- Strauch Mark, Fremdfinanzierung durch Dritte, in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, 2. Auflage, München 2014 (zit. Strauch).
- Summers Jane et al., The Continued Prevalence of European Covenant Lite, International Comparative Legal Guides/Lending & Secured Finance 2021, 96 ff.

- Tadros Christine, European High Yield 2023: Trajectory of Off-Market Terms, Xtract Research, 25. Januar 2024, abrufbar unter <<https://www.xtractresearch.com/SpecialReports/view/id/8402169>>.
- Taufner Michael, Kapitel 16 U.S. und New York State Law, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Taufner).
- Torgerson James, We're Not So Different, High Yield Bonds and Leveraged Loans, Marquette Associates 2023, abrufbar unter <<https://www.marquetteassociates.com/wp-content/uploads/2023/12/Were-Not-So-Different-High-Yield-Bonds-and-Leveraged-Loans.pdf>>.
- Veil Rüdiger, Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard, WM 2020, 1093 ff.
- Vorndran Alexander, Nachhaltigkeitsbezogene Finanzierungsinstrumente als Baustein in der Unternehmensfinanzierung, BKR 2022, 777 ff.
- Westpfahl Lars, Kapitel 13 Restrukturierung im Insolvenz- und Insolvenzplanverfahren, in Hopt Klaus/Seipt Christoph (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, 2. Auflage, Köln 2023 (zit. Westpfahl).
- Westpfahl Lars, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland, ZRI 2020, 157 ff. (zit. Westpfahl, Wesentliche Elemente eines vorinsolvenzlichen Sanierungsregimes für Deutschland).
- Wolpert Paul, Negative Covenants in Lending Transactions, 29. April 2020, abrufbar unter <<https://velawood.com/negative-covenants-in-lending-transactions/>>.