

Client Alert

Latham & Watkins
Finance Department

Schuldenrückkaufprogramme – billige Entschuldung in Zeiten der Kreditkrise?

In der Hochphase des Leveraged Buy-out Marktes in der ersten Jahreshälfte 2007 stellten die Banken zum Teil riskante LBO-Finanzierungen zur Verfügung, die sie heute nur mit einem erheblichen Abschlag (*Original Issue Discount* oder „OID“) syndizieren können.¹ Den Kreditnehmern bieten diese Abschläge die Chance, sich durch Ankauf von Kreditforderungen billig von ihren Schulden zu befreien. In den USA haben solche „Debt Repurchases“ bereits Konjunktur. In Europa hat die dänische Firma TDC im Februar 2008 den Anfang gemacht und Senior-Kreditforderungen auf dem Sekundärmarkt aufgekauft.²

Für den Kreditnehmer (und den Sponsor als dessen Gesellschafter) sowie für die Kreditgeber stellt sich die Frage nach der Zulässigkeit solcher Schuldenrückkaufprogramme und ihren rechtlichen Folgen. Dazu gibt es unterschiedliche Auffassungen.³ Die Loan Market Association („LMA“) hat bereits angekündigt, ihre Musterverträge daraufhin zu überprüfen.⁴

Durchführung des Schuldenrückkaufs

Der „Schuldenrückkauf“⁵ erfolgt rechtlich betrachtet durch Erwerb eines Konsortialanteils⁶ von einem Kreditgeber. Dieser enthält auch Kreditforderungen in bestimmter Höhe gegen den Kreditnehmer.

Erwirbt der Kreditnehmer gegen ihn gerichtete Kreditforderungen, so er-

löschen diese mit dem Erwerb (sog. „Konfusion“). Erwirbt stattdessen ein Dritter, z.B. der Sponsor oder eine Gruppengesellschaft, solche Kreditforderungen, so bleiben sie bestehen. Der Erwerber kann sie (soweit nach den Finanzierungsverträgen erlaubt) entweder weiterverkaufen oder als Einlage in den Kreditnehmer einbringen,⁷ wodurch sie wiederum erlöschen.

Der Kreditnehmer kann den Schuldenrückkauf entweder aus eigenen Mitteln finanzieren oder aus Kapital, das ihm der Sponsor zur Verfügung gestellt hat. Regelmäßig wird der Kreditnehmer nicht über ausreichend eigene Mittel verfügen, um in erheblichem Umfang Kreditforderungen zurückkaufen zu können. Daher wird das Kapital meist vom Sponsor stammen, der den Erwerb u.U. zu einem erheblichen Teil durch Kredite fremdfinanziert und so erneut den Leverage-Effekt nutzen kann.

Zulässigkeit nach den Finanzierungsverträgen

Die üblichen Finanzierungsverträge⁸ enthalten mögliche Beschränkungen des Schuldenrückkaufs. Allerdings zeigt eine genauere Analyse dieser Finanzierungsverträge, dass der Erwerb von Kreditforderungen durch den Sponsor, den Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft zumeist zulässig ist. In den gängigen Finanzierungsverträgen fehlen jedoch regelmäßig notwendige Bestimmun-

„Der Rückkauf von Kreditforderungen ist nach den gängigen Finanzierungsverträgen weitgehend erlaubt. Zur Wahrung der beiderseitigen Interessen sollten die Verträge ergänzt werden.“

gen, um den wechselseitigen Interessen gerecht zu werden.

Übertragung von Konsortialanteilen

Die Übertragung von Konsortialanteilen und die Abtretung von Kreditforderungen unterliegen nur scheinbar strengen Regeln. So darf nach dem LMA-Mustervertrag für LBO-Finanzierungen⁹ ein bestehender Kreditgeber seinen Konsortialanteil auf eine andere Bank, ein Finanzinstitut, einen Trust, einen Fonds oder eine andere Person übertragen, deren regelmäßiges Geschäft es ist oder die zu dem Zweck gegründet wurde, Kredite, Wertpapiere oder andere Finanzanlagen zu vergeben, zu emittieren, zu kaufen oder in diese zu investieren.¹⁰ Diese Kriterien wird der Sponsor in der Regel erfüllen, da er zu dem Zweck gegründet wurde, Finanzanlagen (zu denen auch Unternehmensbeteiligungen gehören) zu kaufen und in diese zu investieren. Doch auch der Kreditnehmer ist, wenn es sich um eine eigens für den Erwerb der Zielgesellschaft gegründete Zweckgesellschaft handelt, gerade zum Zweck des Erwerbs von Finanzanlagen gegründet worden und erfüllt damit die Voraussetzungen eines möglichen Kreditgebers. Dagegen können Konsortialanteile an andere Gruppengesellschaften wohl nur dann übertragen werden, wenn diese speziell zum Zweck des Erwerbs von Kreditforderungen gegründet werden.

Allerdings sehen nicht alle Kreditverträge derart weitgehende Übertragungsmöglichkeiten vor. Häufig wurde, gerade auch auf Betreiben der Kreditnehmer, die Übertragbarkeit der Konsortialanteile auf Banken oder andere Finanzinstitute beschränkt. In dem Fall ist eine Übertragung auf Kreditnehmer und Sponsor ausgeschlossen. Sollte sich ein Kreditgeber jedoch über diese vertragliche Beschränkung hinwegsetzen, so wäre die Übertragung dennoch wirksam. Die Abtretung bereits entstandener Kreditforderungen sowohl an den Kreditnehmer als auch an den Sponsor ist trotz Vereinbarung eines Abtretungsverbots wirksam, da es sich bei den abgetretenen Forderungen um Geldforderungen handelt, die aus einem beider-

seitigen Handelsgeschäft stammen.¹¹ Die Pflicht, an keine anderen Personen als die genannten zu übertragen, trifft allein den übertragenden Kreditgeber und kann daher allenfalls Schadenersatzansprüche gegen diesen auslösen, nicht aber etwaige Ansprüche gegen den Kreditnehmer oder den Sponsor.

Keine freiwillige Sondertilgung

Der Schuldentrückkauf wäre vertraglich beschränkt, wenn er den Bestimmungen in den Kreditverträgen über die freiwillige Sondertilgung unterliefe. Für die Kreditgeber ist der Schuldentrückkauf durch den Kreditnehmer gleichbedeutend mit einer freiwilligen Sondertilgung (*Voluntary Prepayment*) der Kreditforderungen eines einzelnen Kreditgebers. In beiden Fällen erlöschen die Forderungen des bisherigen Kreditgebers während die der übrigen Kreditgeber bestehen bleiben. Nach den üblichen vertraglichen Regelungen sind freiwillige Sondertilgungen auf alle Kreditgeber der zu tilgenden Tranche *pro rata* zu verteilen. Kein Kreditgeber soll gegenüber den anderen an der Tranche beteiligten Kreditgebern bevorzugt werden. Ausnahmen sind nur vorgesehen, wenn die Kreditvergabe durch einen Kreditgeber rechtswidrig wird (*Illegality*), wenn ein Kreditgeber höhere Kosten oder einen Ausgleich für einbehaltene Quellensteuer geltend macht (*Increased Costs, Tax Gross-up*) und häufig auch, wenn ein Kreditgeber einem beantragten Waiver, der nur einstimmig erteilt werden kann, nicht zugestimmt hat, obwohl die große Mehrzahl der Kreditgeber ihre Zustimmung erteilt hat (*Non-Consenting Lender*). Abgesehen vom Fall der Rechtswidrigkeit bestehen diese Ausnahmen vor allem im Interesse des Kreditnehmers. Er soll vor höheren Kosten und einer Blockade durch einzelne Kreditgeber bewahrt werden.

Obwohl der Rückkauf von Kreditforderungen durch den Kreditnehmer selbst aufgrund ihres Erlöschens durch Konfusion im Ergebnis einer freiwilligen Sondertilgung des zurückgekauften Kredits nahe kommt, handelt es sich dabei rechtlich nicht um dessen vorzeitige Erfüllung. Dass der Rückkauf der

Kreditforderungen und die vorzeitige Rückzahlung des Kredits rechtlich nicht gleichbedeutend sind, lässt sich auch daran erkennen, dass beim Erwerb durch einen Dritten (z.B. den Sponsor oder eine andere Gruppengesellschaft) die Kreditforderungen nicht erlöschen, sondern bestehen bleiben. Die für freiwillige Sondertilgungen bestehenden Regeln gelten daher nicht für den Schuldentrückkauf.

Keine Beschränkungen aufgrund allgemeiner Auflagen

Die Kreditverträge enthalten üblicherweise eine Reihe von allgemeinen Auflagen (*General Undertakings*), die jedoch allein das Verhalten des Kreditnehmers und der übrigen Gruppengesellschaften betreffen, nicht das des Sponsors. Der Erwerb von Krediten durch den Sponsor ist daher durch die allgemeinen Auflagen nicht eingeschränkt. Auch aus Sicht des Kreditnehmers werden die gegenüber den Kreditgebern bestehenden erlaubten Finanzverbindlichkeiten aus den Finanzierungsverträgen (*Permitted Financial Indebtedness*) nicht dadurch zu verbotenen Finanzverbindlichkeiten, dass sie an den Sponsor übertragen werden.

Ebensowenig enthalten die allgemeinen Auflagen Beschränkungen für den Erwerb der Kreditforderungen durch den Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft. Zwar darf eine Gruppengesellschaft nur in beschränktem Maße Gläubigerin einer Kreditforderung (*Permitted Loan*) sein. Kredite an einen Kreditnehmer oder Garanten sind jedoch regelmäßig ohne Einschränkung zulässig. Erwirbt der Kreditnehmer gegen ihn selbst gerichtete Kreditforderungen, so erlöschen diese ohnehin durch Konfusion. Eine wichtige Einschränkung enthalten die Kreditverträge jedoch regelmäßig im Hinblick auf Forderungen aus nachrangigen Krediten wie Mezzanine-Krediten oder Schuldverschreibungen. Hier wird ein Ankauf der nachrangigen Forderungen zumeist explizit verboten. Eine inhaltsgleiche Einschränkung ist regelmäßig in den entsprechenden Intercreditor-Vereinbarungen enthalten. Doch betreffen diese Einschränkungen jeweils nur den

Kreditnehmer und andere Gruppengesellschaften, nicht aber den Sponsor, dem es grundsätzlich freisteht, auch Forderungen aus nachrangigen Krediten und Anleihen zu erwerben und gegebenenfalls anschließend in das Kapital des Kreditnehmers mit der Folge ihres Erlöschens einzulegen.

Soll eine Gruppengesellschaft, die weder Kreditnehmer noch Garant ist, die Kreditforderungen erwerben und stellt der Sponsor die Mittel dafür darlehensweise zur Verfügung, kann es erforderlich sein, dass der Sponsor der Gruppengesellschaft das Darlehen direkt gewährt und nicht über eine andere Gruppengesellschaft. Denn die Kreditverträge beschränken regelmäßig die Beträge, die ein Kreditnehmer oder Garant einer anderen Gruppengesellschaft, die weder Kreditnehmer noch Garant ist, zur Verfügung stellen darf.

Kreditforderungen, die durch eine Gruppengesellschaft erworben werden, können nicht ohne weiteres weiterverkauft werden, wenn dies nicht ausdrücklich erlaubt ist (*Permitted Disposal*). Auch wenn der Weiterverkauf im Einzelfall zulässig ist, muss der Nettoerlös wahrscheinlich zur Pflichtsondertilgung verwendet werden.

Auswirkungen auf Excess Cash Sweep

Die üblichen Kreditverträge verpflichten den Kreditnehmer in Höhe eines bestimmten Anteils des Excess Cashflow zur Pflichtsondertilgung der Kredite (sog. *Excess Cash Sweep*). Soweit ein Kreditnehmer Kreditforderungen zurückkauft, handelt es sich dabei um außerordentliche Aufwendungen, die bei der Berechnung des Cashflow abgezogen werden. Aufwendungen für den Rückkauf von Kreditforderungen mindern somit seinen Excess Cashflow und er muss eine geringere Pflichtsondertilgung leisten.

Stimmrechte im Konsortium

Kreditforderungen gewähren grundsätzlich volles Stimmrecht bei der Beschlussfassung im Konsortium. Werden Kreditforderungen von der Kreditnehmerseite gehalten, so kann eine Interessenkollisi-

sion entstehen. Erwirbt der Kreditnehmer gegen ihn selbst gerichtete Kreditforderungen, so erlöschen diese durch Konfusion und gewähren daher keine Stimmrechte mehr. Erwirbt dagegen ein mit dem Kreditnehmer verbundenes Unternehmen, einschließlich des Sponsors, einen Konsortialanteil, so bleiben die Forderungen bestehen. Die Konsortialbestimmungen in den Kreditverträgen enthalten regelmäßig keine Stimmverbote für den Fall einer Interessenkollision. Allerdings könnte ein solches Stimmverbot aus gesetzlichen Bestimmungen folgen.¹² Ob ein Stimmverbot besteht, muss im Einzelfall geprüft werden und wird sich regelmäßig nicht eindeutig beantworten lassen. Der Sponsor oder die Gruppengesellschaft, welche die Kreditforderungen erworben hat, kann grundsätzlich davon ausgehen, dass er wie jeder andere Kreditgeber in vollem Umfang stimmberechtigt ist, und kann u.U. die Beschlussfassung der Mitglieder des Konsortiums entscheidend beeinflussen. Die weitaus meisten Entscheidungen werden mit einer Mehrheit von 66 2/3 der Kreditzusagen (*Commitments*) getroffen. Durch den Erwerb eines Konsortialanteils gehen auf den Erwerber nicht nur die Forderungen in Bezug auf die ausgereichten Kredite über, sondern auch die zugrunde liegenden Kreditzusagen. Erwirbt der Sponsor mehr als ein Drittel der Kreditzusagen, so hält er eine Sperrminorität und kann alle Entscheidungen blockieren. Das gilt auch für den Beschluss, die Kredite zu kündigen. Das Bestehen eines Stimmverbots ist von den Konsortialmitgliedern zu beweisen, die sich auf die Wirksamkeit des Beschlusses berufen.

Steuerliche Folgen und Strukturierung

Soweit der Kreditnehmer selbst Kreditforderungen zurückkauft, entsteht auf dessen Ebene handelsbilanziell und steuerlich ein außerordentlicher Ertrag in Höhe des Kaufpreisabschlags (*OID*), der mit Erwerb voll der Besteuerung unterliegt. Ein Aufschub der Besteuerung des Kaufpreisabschlags kann dadurch erreicht werden, dass die Kreditforderungen nicht durch den Kreditnehmer, sondern durch eine Tochtergesellschaft, mit der eine ertragsteuerliche

Organschaft besteht („Organgesellschaft“), erworben wird. In diesem Fall kommt es zur Besteuerung des Kaufpreisabschlags erst mit Tilgung der Kreditforderung bzw. beim Verzicht auf die Rückzahlung der Kreditforderung. Im Falle des Erwerbs der Kreditforderung durch die Organgesellschaft entstehen keine – verglichen mit einem Erwerb durch den Organträger – körperschaftsteuerlichen oder gewerbsteuerlichen Mehrbelastungen des Organträgers. Insbesondere kommt es nicht zu einer Anwendung der gewerbsteuerlichen Zurechnung des § 8 Nr. 1 GewStG auf die vom Organträger an die Organgesellschaft als Gläubigerin der Forderung gezahlten Zinsen.

Verzichtet die Organgesellschaft auf ihre Kreditforderung gegenüber dem Organträger, liegt eine verdeckte Gewinnausschüttung vor, die das steuerliche Einkommen der Organgesellschaft und den Verkehrswert der Forderung erhöht. Das entsprechend erhöhte Einkommen wird dem Organträger unter der Organschaft steuerlich zugerechnet. Denkbar ist, die positiven Einkünfte aus dem Verzicht auf die Kreditforderung mit negativen Einkünften im Organkreis zu verrechnen.

Der Erwerb von Kreditforderungen durch den Sponsor hat auf die steuerliche Behandlung des Kreditnehmers keine Auswirkung, solange die Kreditforderungen nicht per Einlage in ihn eingebracht werden. Im Rahmen der Einlage kommt es zu einem außerordentlichen Gewinn in Höhe des Unterschiedsbetrags zwischen dem Restbuchwert der Verbindlichkeit beim Kreditnehmer und dem Verkehrswert der eingebrachten Forderungen. Die durch den Sponsor erworbenen Kreditforderungen werden unter der Voraussetzung § 8b Abs. 3 KStG auch für steuerliche Zwecke eigenkapitalersetzend. Eine steuerlich wirksame Teilwertabschreibung auf die Kreditforderungen ist in diesem Fall für den Sponsor nicht möglich, soweit er eine in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaft ist. Gleiches gilt, wenn die die Kreditforderungen erwerbende Person eine nahestehende Person des Sponsors ist, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist.

Soweit der Sponsor die Kreditforderungen erwirbt und der Kreditnehmer die Escape Clause 3 unter den Neuregelungen des Schuldzinsenabzuges im Rahmen der sog. Zinsschranke (§ 4h EStG) zur Anwendung bringen will, sollten die Auswirkungen auf die Anwendung des § 8a KStG überprüft werden.

Bedeutung für Kreditnehmer und Sponsor

Für den Kreditnehmer und den Sponsor ist der Schuldenrückkauf ein gutes Geschäft. Der Kreditnehmer, der sonst seine Kreditverbindlichkeiten zu 100 % erfüllen müsste, kann seine Schulden mit erheblichem Abschlag erwerben und so zum Erlöschen bringen. Der Sponsor profitiert vom gestiegenen Wert des vollständig oder teilweise entschuldeten Kreditnehmers. Soweit der Sponsor die Kreditforderungen aufkauft oder dem Kreditnehmer die für den Schuldenrückkauf erforderlichen Mittel zur Verfügung stellt, kann er dies u.U. zu einem erheblichen Teil durch Kredite fremdfinanzieren und so erneut den Leverage-Effekt nutzen.

Erwirbt nicht der Kreditnehmer selbst, sondern der Sponsor oder eine andere Gruppengesellschaft die Kreditforderungen, so stellt sich die Frage nach deren Rang. Die gängigen Intercreditor-Vereinbarungen sind hier häufig unklar. Forderungen der Kreditgeber des Senior-Kreditvertrags gegen den Kreditnehmer sind (vorrangige) Senior-Forderungen. Das gilt unabhängig von der Person des Kreditgebers auch nach deren Übertragung auf einen anderen Kreditgeber. Die Forderungen des Gesellschafters oder einer Gruppengesellschaft gegen den Kreditnehmer sind dagegen grundsätzlich nachrangig. Offen bleibt, welchen Rang die Forderung eines Senior-Kreditgebers hat, der gleichzeitig Gesellschafter oder Gruppengesellschaft ist. Dies sollten die Parteien vertraglich regeln. Dabei ist aber zu beachten, dass die Intercreditor-Vereinbarungen regelmäßig bestimmen, dass Forderungen des Gesellschafters oder einer Gruppengesellschaft gegen einen Kreditnehmer nicht (oder nur mit Zustimmung der vorrangigen Gläubiger) besichert oder garantiert werden dürfen. Falls dieses

Verbot auch für Kreditforderungen gelten soll, die vom Sponsor oder einer Gruppengesellschaft erworben wurden, müssten diese auf Sicherheiten und Garantie verzichten. Dies wäre aus Sicht des Erwerbers wohl nur bei einem Erwerb mit dem Ziel der sofortigen Einlage in das Kapital des Kreditnehmers akzeptabel. Sollen die Kreditforderungen dagegen als Kapitalanlage oder zum Zweck des Weiterverkaufs erworben werden, würden sie durch den Verzicht erheblich an Wert verlieren.

Allerdings können die vom Sponsor erworbenen Kreditforderungen eigenkapitalersetzend werden. Ein Kredit wird eigenkapitalersetzend, wenn ein Gesellschafter des Kreditnehmers diesem nach Eintritt der Kreditunwürdigkeit des Kreditnehmers einen Kredit gewährt oder einen vorher gewährten Kredit stehen lässt, obwohl er ihn kündigen könnte.¹³ Kreditunwürdigkeit ist stets anzunehmen, wenn der Kreditnehmer zahlungsunfähig oder überschuldet ist, aber auch dann, wenn er am Markt keine Kredite mehr zu üblichen Konditionen erhält.¹⁴ Ein eigenkapitalersetzender Kredit darf vor der Insolvenzeröffnung nicht zurückgezahlt werden, soweit dies gegen Kapitalerhaltungsvorschriften (§§ 30 GmbHG, 57 AktG) verstoßen würde. Nach der Insolvenzeröffnung können die Kreditforderungen nur noch als nachrangige Forderungen geltend gemacht werden. In der Praxis bedeutet Eigenkapitalersatz der Kredite regelmäßig den Totalausfall.¹⁵

Bedeutung für die verbleibenden Kreditgeber

Freiwillige Sondertilgungen sind grundsätzlich an alle Kreditgeber der zu tilgenden Tranche *pro rata* zu leisten. Die Rückzahlung eines einzelnen Kreditgebers ist, wie oben beschrieben, nur ausnahmsweise zulässig. Der Schuldenrückkauf fällt nicht unter diese restriktiven Bestimmungen. Eines umfassendes Verbot des Schuldenrückkaufs ist aus Sicht der Kreditgeber aber auch nicht erforderlich. Diese Beschränkungen der Sondertilgung einzelner Kreditgeber bestehen im Interesse der übrigen Kreditgeber, damit nicht Liquidität aus der Gruppe an einzelne Kreditgeber zulasten der übrigen abfließt. Werden

Kreditforderungen vom Sponsor oder mit Mitteln des Sponsors zurückgekauft, kommt es aber zu keinem Liquiditätsabfluss aus der Gruppe. Nur in dem in der Praxis weniger bedeutsamen Fall, dass der Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft die Kreditforderungen mit eigenen Mitteln zurückkauft, fließt Liquidität ab. Um einen solchen Liquiditätsabfluss zu verhindern, bietet es sich an, den dafür verwendeten (und nicht von Dritten außerhalb der Gruppe zur Verfügung gestellten) Betrag für Zwecke der Berechnung des Excess Cashflow dem Cashflow wieder hinzuzurechnen. Dadurch wird der Schuldenrückkauf aus Mitteln der Gruppe für Zwecke des Excess Cash Sweep neutralisiert und der Excess Cash Sweep muss in dem Umfang stattfinden, als hätte es keinen Schuldenrückkauf gegeben. Erwirbt dagegen der Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft die Kreditforderungen mit Mitteln, die ihm zuvor vom Sponsor zur Verfügung gestellt wurden, entweder in Form von Eigenkapital oder (soweit nach den Finanzierungsverträgen erlaubt) nachrangigen Gesellschafterdarlehen, so steht dem Abfluss von Liquidität beim Kreditnehmer ein entsprechender Liquiditätszufluss gegenüber.

Erwirbt der Sponsor die Kreditforderungen, so lässt dies die Liquidität der Gruppe gänzlich unberührt. Legt der Sponsor die erworbenen Kreditforderungen in das Kapital des Kreditnehmers ein, hat dies für die übrigen Kreditgeber den Vorteil, dass der Kreditnehmer teilweise entschuldet wird, ähnlich als hätte ein Kreditgeber auf seine Forderungen verzichtet. In diesem Fall wäre sogar ein Rückkauf von nachrangigen Kreditforderungen (z.B. Mezzanine- oder Gesellschafterkredite) durch den Sponsor aus Sicht der übrigen Kreditgeber eigentlich zu begrüßen. Der Aufkauf von nachrangigen Kreditforderungen durch Kreditnehmer oder Garanten ist jedoch, ebenso wie deren freiwillige Sondertilgung, durch die Intercreditor-Vereinbarung ausgeschlossen. Legt der Sponsor die Kreditforderungen dagegen nicht in den Kreditnehmer ein und macht er von seinen Rechten als Kreditgeber Gebrauch, so kann dies, wie oben bereits angesprochen, zu erheblichen Störungen im Konsortium führen. Insbesondere

kann er, wenn er mehr als ein Drittel der Kreditzusagen erworben hat, eine Kündigung durch das Konsortium verhindern. Diese Möglichkeit wäre ihm nur dann verwehrt, wenn er von der Stimmabgabe wegen Interessenkollision ausgeschlossen wäre. Mangels vertraglicher Regelungen und aufgrund der unklaren gesetzlichen Regelung ist davon nicht auszugehen. Um eine Blockade durch die Kreditnehmerseite zu vermeiden, sollten, ähnlich wie bei einem Rückkauf von Anleihen üblich, der Sponsor und andere mit dem Kreditnehmer verbundene Unternehmen, die Kreditforderungen erworben haben, von der Beschlussfassung im Konsortium ausgeschlossen sein. Dazu wäre eine Änderung der Kreditverträge erforderlich.

Ad hoc-Mitteilungspflicht

Ist der Kreditnehmer eine Gesellschaft, deren Aktien oder sonstige Finanzinstrumente am Kapitalmarkt (ausgenommen im Freiverkehr) gehandelt werden,¹⁶ so kann die Entscheidung, ein Schuldenrückkaufprogramm durchzuführen, eine Ad hoc-Mitteilungspflicht auslösen. Dies ist der Fall, wenn die nicht öffentlich bekannte Absicht, in erheblichem Umfang Schulden zurückzukaufen, im Falle ihres Bekanntwerdens geeignet wäre, den Kurs der gehandelten Finanzinstrumente des Kreditnehmers erheblich zu beeinflussen.¹⁷ Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger den beabsichtigten Schuldenrückkauf bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.¹⁸ Da der Schuldenrückkauf durch den Kreditnehmer dazu führt, dass dieser vollständig oder teilweise entschuldet wird, dürfte die Kursrelevanz vom Umfang des beabsichtigten Schuldenrückkaufprogramms abhängen.

Ergebnis und Empfehlungen

Der Rückkauf von Kreditforderungen durch einen Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft ist nach den gängigen Kreditverträgen weitgehend erlaubt. Er könnte jedoch durch entsprechende vertragliche Regelungen ausgeschlossen oder erschwert werden. Der Rückkauf von Kreditforderungen durch den Sponsor ist nach den üblichen Kreditverträgen grundsätzlich nicht beschränkt. Da der Sponsor selbst nicht

Partei der Kreditverträge ist, lässt sich ein Erwerb der Kreditforderungen durch den Sponsor nur verhindern, wenn dies nach dem Kreditvertrag, ähnlich wie ein *Change of Control*, die Pflicht zur sofortigen Rückzahlung aller Kredite auslösen oder zu einem Kündigungsgrund führen würde. Allerdings ist der Erwerb von Kreditforderungen weder durch eine Gruppengesellschaft noch durch den Sponsor für die verbleibenden Kreditgeber nachteilig, wenn die notwendigen vertraglichen Regelungen getroffen werden.

Kauft der Kreditnehmer oder eine andere Gruppengesellschaft Kreditforderungen mit eigenen Mitteln auf, führt dies zu einem für die verbleibenden Kreditgeber nachteiligen Abfluss von Liquidität. Um diesen Effekt zu neutralisieren, könnte vereinbart werden, dass der für den Schuldentrückkauf aus Mitteln der Gruppe aufgewendete Betrag für Zwecke des Excess Cash Sweep dem Cashflow hinzuzurechnen ist. Ein Schuldentrückkauf aus eigenen Mitteln wäre dann nur mit überschüssiger Liquidität (und daher in sehr viel geringerem Umfang) oder mit neuem Eigenkapital möglich.

Soweit der Schuldentrückkauf durch den Kreditnehmer mit Mitteln des Sponsors oder durch den Sponsor selbst erfolgt, ist er meist für die verbleibenden Kreditgeber wirtschaftlich vorteilhaft. Erwirbt der Kreditnehmer die Kreditforderungen mit Mitteln des Sponsors oder bringt der Sponsor die von ihm erworbenen Forderungen als Kapitaleinlage in den Kreditnehmer ein, so wird der Kreditnehmer ohne Liquiditätsabfluss teilweise entschuldet. Lässt der Sponsor oder eine Gruppengesellschaft die von ihm oder ihr erworbenen Kreditforderungen dagegen stehen, ist dies für die verbleibenden Kreditgeber jedenfalls nicht nachteilig. Allerdings sollte die Teilnahme des Sponsors an Beschlussfassungen im Konsortium durch eine entsprechende vertragliche Regelung ausgeschlossen werden und der Rang der vom Sponsor erworbenen Kreditforderungen in der Intercreditor-Vereinbarung klar geregelt werden.

Ist der Kreditnehmer eine Gesellschaft, deren Finanzinstrumente am Kapitalmarkt gehandelt werden, kann eine Ad hoc-Mitteilung erforderlich sein.

Notes

- ¹ Agenturmeldungen zufolge werden Kreditforderungen für bestimmte Covenant-lite und/oder hoch gehebelte Finanzierungen derzeit mit einem OID von ca. 15% angeboten, doch Investoren verlangen OIDs bis zu 40%.
- ² "LMA examining loan docs following TDC's secondary market buyback; market still divided over legality", *Debtwire Europe* vom 28.03.2008.
- ³ "Leveraged loan issuers follow TDC's lead; debt repurchase queries on the rise, lawyers say", *Debtwire Europe* vom 27.02.2008.
- ⁴ "LMA examining loan docs following TDC's secondary market buyback; market still divided over legality", *Debtwire Europe* vom 28.03.2008.
- ⁵ Darunter wird hier nur der Rückkauf von Kreditforderungen verstanden. Der Rückkauf von Forderungen aus Anleihen unterliegt anderen Voraussetzungen, die sich nach den jeweiligen Anleihebedingungen (*Indenture*) und dem anwendbaren Recht richten.
- ⁶ Ein Konsortialanteil bezeichnet die Rechte und Pflichten eines Kreditgebers aus den Finanzierungsverträgen in Bezug auf eine Kreditzusage oder, nach Auszahlung, einen Kredit in bestimmter Höhe, einschließlich der Forderungen gegen den Kreditnehmer auf Rückzahlung und Verzinsung der Valuta.
- ⁷ Entweder im Rahmen einer Kapitalerhöhung als Sacheinlage oder als andere Zuzahlung in die Kapitalrücklagen gem. § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB.
- ⁸ Die Ausführungen dieses Client Alert zu Bestimmungen in Finanzierungsverträgen beziehen sich nur auf typische Finanzierungsverträge, wie sie häufig im Markt verwendet werden. Selbstverständlich ersetzt dies nicht die Prüfung der einschlägigen Finanzierungsverträge im Einzelfall.
- ⁹ Senior Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement für Leveraged Buy-out Finanzierungen der Loan Market Association, Stand Februar 2008.
- ¹⁰ Ziff. 29.1 des LMA-Mustervertrags erlaubt die Übertragung von Konsortialanteilen auf "... another bank or financial institution or to a trust, fund or other entity which is regularly engaged in or established for the purpose of making, purchasing or investing in loans, securities or other financial assets."
- ¹¹ § 354a S. 1 HGB. Die Übertragbarkeit einer Forderung richtet sich nach dem Recht, dem die übertragene Forderung unterliegt (Art. 33 Abs. 2 EGBGB). Die Übertragbarkeit von Kreditforderungen aus Kreditverträgen die deutschem Recht unterliegen, bestimmt sich somit nach deutschem Recht, einschließlich § 354a HGB.

¹² Die Mitglieder des Konsortiums bilden eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts in der Form der Innengesellschaft, vgl. *Diem*, Akquisitionsfinanzierungen, München 1995, § 31 Rn. 9. Ein Gesellschafter kann von der Stimmabgabe ausgeschlossen sein, wenn dies zur Verhinderung des Einflusses gesellschaftsfremder Sonderinteressen eines Gesellschafters auf die Handlungen der Gesellschaft erforderlich ist, vgl. Palandt/*Sprau*, Bürgerliches Gesetzbuch, München 2007, Vorb. vor 709 Rn. 15.

¹³ *Diem*, Akquisitionsfinanzierungen, München 2005, § 51 Rn. 22.

¹⁴ *Diem*, Akquisitionsfinanzierungen, München 2005, § 51 Rn. 2.

¹⁵ Nach Inkrafttreten des geplanten Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) wird es keine "eigenkapitalersetzenden" Kredite mehr geben. Vielmehr werden alle von Gesellschaftern gewährten Kredite nach Insolvenzeröffnung des Kreditnehmers nachrangig sein (vgl. § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO-E). Soweit ein Gesellschafterkredit im letzten

Jahr vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder danach zurückgezahlt wurde, kann der Insolvenzverwalter die Rückzahlung anfechten (§ 135 Nr. 2 InsO-E).

¹⁶ Präzise: Betroffen sind alle sog. „Inlandsemittenten“ also (i) Emittenten mit Sitz in Deutschland, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder ein mehreren EWR-Staaten zugelassen sind (§ 2 Abs. 7 Nr. 1 i.V.m. Abs. 6 Nr. 1a WpHG), (ii) Emittenten mit Sitz in einem EWR-Staat, deren Finanzinstrumente nur in Deutschland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 2 Abs. 7 Nr. 2 WpHG), (iii) Emittenten mit Sitz außerhalb des EWR, die das jährliche Dokument nach § 10 WpPG bei der BaFin hinterlegen (§ 2 Abs. 7 Nr. 1 i.V.m. Abs. 6 Nr. 1b WpHG) und (iv) Emittenten gem. Ziffer (i) - (iii), wenn die entsprechende Börsenzulassung beantragt ist (§ 15 Abs. 1 S. 2 WpHG).

¹⁷ § 13 Abs. 1 WpHG.

¹⁸ § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG.

Fragen zu diesem *Client Alert* beantworten Ihnen gern

Dr. Andreas Diem
München

Christian H. Jahn
München

Der *Client Alert* wird von Latham & Watkins für Mandanten und andere Geschäftspartner herausgegeben. Die hierin enthaltenen Informationen dienen nicht als konkreter Rechtsrat. Bei weitergehendem Bedarf an Ausführungen oder Beratung über ein hier dargestelltes Thema wenden Sie sich bitte an einen der nachfolgend genannten Rechtsanwälte oder Ihren üblichen Ansprechpartner in unserem Hause.

Falls Sie eine Aktualisierung Ihrer Kontaktdaten oder eine Anpassung der Informationsmaterialien wünschen, besuchen Sie bitte die Seite www.lw.com/LathamMail.aspx für das weltweite Mandanten-Mailing-Programm von Latham & Watkins.

Standorte:

Barcelona
Brüssel
Chicago
Dubai
Frankfurt
Hamburg
Hongkong
London
Los Angeles
Madrid
Mailand
Moskau
München
New Jersey
New York
Northern Virginia
Orange County
Paris
Rom
San Diego
San Francisco
Shanghai
Silicon Valley
Singapur
Tokio
Washington, D.C.

Barcelona
+34.93.545.5000

Brüssel
+32.2.788.6000

Chicago
+1.312.876.7700

Frankfurt
+49.69.6062.6000

Hamburg
+49.40.41.40.30

Hongkong
+852.2522.7886

London
+44.20.7710.1000

Los Angeles
+1.213.485.1234

Madrid
+34.91.791.5000

Mailand
+39.02.3046.2000

Moskau
+7.495.785.1234

München
+49.89.20.80.3.8000

New Jersey
+1.973.639.1234

New York
+1.212.906.1200

Northern Virginia
+1.703.456.1000

Orange County
+1.714.540.1235

Paris
+33.1.40.62.20.00

Rom
+39.02.3046.2000

San Diego
+1.619.236.1234

San Francisco
+1.415.391.0600

Shanghai
+86.21.6101.6000

Silicon Valley
+1.650.328.4600

Singapur
+65.6536.1161

Tokio
+81.3.6212.7800

Washington, D.C.
+1.202.637.2200