Hogan Lovells

# Schuldscheindarlehen und Unternehmensanleihen als alternative Finanzierungsinstrumente

## 10. Rheinische Gesellschaftsrechtskonferenz

Prof. Dr. Michael Schlitt

Köln, 3. Juli 2014

# Überblick

- Einführung
- Unternehmensanleihen (*Corporate Bonds*)
  - Einführung
  - Motive
  - Emittenten
  - Rechtsverhältnisse
  - Anleihebedingungen
  - Emissions- und Platzierungsverfahren
  - Prospekt
  - Listing
  - Rating
  - Dokumentation
  - Emissionsprogramme
- Besondere Anleiheformen
  - Equity Linked Instrumente
  - Mittelstandsanleihen
  - High Yield Bonds
  - Hybridanleihen
- Schuldscheine
  - Einführung
  - Emissionskonzept
  - Beteiligte
  - Ausplatzierung
  - Ausgestaltung
  - Annex: Namensschuldverschreibung
- Bewertung
  - Vergleich der beiden Finanzierungsinstrumente

Diese Präsentation dient allein Informationszwecken und stellt keine Rechtsberatung im Hinblick auf eine bestimmte Transaktion dar. Der Inhalt dieser Präsentation kann einer Aktualisierung und Anpassung bedürfen, um auf einen bestimmten Sachverhalt anwendbar zu sein. Wir empfehlen dringend, vor Anwendung auf einen bestimmten Sachverhalt Rechtsrat einzuholen.

# Einführung

- Schuldschein und Unternehmensanleihe als wichtige Formen der mittel- bzw. langfristigen Unternehmensfinanzierung
- Öffnung mittelständischer Unternehmen zu alternativen/kapitalmarktorientierten Finanzierungsinstrumenten
- Gemeinsamkeiten
  - Alternative zur Kreditfinanzierung; Bedeutung in Finanzkrise gestiegen; Reduzierung der Abhängigkeit von "Hausbanken"
    - insbesondere im Mittelstand, da teilweise schwierige Finanzierungsbedingungen
  - Diversifikation der Investorenbasis
  - grds. keine Besicherung
  - Banken nur vermittelnde Rolle (anders als beim Kredit)

# Unternehmensanleihen (*Corporate Bonds*)

# Einführung

- Schuldverschreibung,
  - auch Renten(papier), Bond, Obligation oder Fixed Income Product genannt
- Verbriefte Geldforderung gegen einen Emittenten
  - Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrags am Ende der Laufzeit
  - i.d.R. kombiniert mit Anspruch auf regelmäßige Zinszahlung (*fixed rate/floating rate*)
- Inhaberschuldverschreibung (§ 793 BGB)
  - Berechtigung des jeweiligen Inhabers des Papiers (einfache Übertragbarkeit)
- Fremdkapital (grds.)
- Verbriefung
  - idR in Globalurkunde
  - unterteilt in Teilschuldverschreibungen mit bestimmter Stückelung

# Motive

- Beliebte Fremdfinanzierungsform
  - zunehmend beliebt im Mittelstand
- Keine Besicherung (i.d.R.)
  - Ausnahme: Project Bonds
- Anleihebedingungen weitgehend standardisiert
- Börsennotierung (i.d.R.): Fungibilität für Investoren
- Alternative zur Kreditfinanzierung
  - teilweise Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe
    - insbesondere im Non-Investment-Grade- und Mittelstands Bereich
  - geringerer Umfang an Covenants
  - Diversifikation der Unternehmensfinanzierung
  - Restrukturierung von Anleihen erleichtert (SchVG 2009)

# Emittenten

- Unternehmen (Industrieobligationen, *corporate bonds*)
  - Blue Chips
  - Mittelstandsunternehmen
- Kreditinstitute und Spezialbanken
- Öffentliche Hand
  - insb. Bund, Sondervermögen und Gesellschaften, öffentlich-rechtliche Körperschaften (Länder und Gemeinden)
- Sonstige
  - Krankenhäuser, Fußballvereine

# Rechtsverhältnisse

- Fremdemission
  - Emittent bzw. Garant – Anleger
    - Anleihebedingungen
    - Garantieerklärung/Garantieübernahme
  - Emittent bzw. Garant – Konsortialbanken
  - Konsortialbanken – Anleger
    - Vertrag über den Erwerb der Anleihe
  - Konsortialbanken untereinander
  - Emittent – Zahlstelle
  - Emittent – Treuhänder (ggf.)
    - Treuhänder häufig bei internationalen Anleihen nach US oder englischem Recht
    - selten bei Anleihen nach deutschem Recht, aber bei besicherten Anleihen
- Eigenemission
  - kein Vertrag mit Konsortialbanken
  - Begebungsvertrag zwischen Emittent und Erstinvestoren

# Anleihebedingungen (1)

- Laufzeit
  - grundsätzlich feste Laufzeit
    - ≤ 1 Jahr: sog. Geldmarktpapiere (*commercial paper*)
    - ≥ 4 Jahre: kurzfristige Anleihe
    - 4 – 8 Jahre: mittelfristige Anleihe
  - unbestimmt: sog. ewige Anleihe (*perpetual bond*)
    - lange Laufzeit oder ohne Endfälligkeit, insb. bei Hybridanleihen

# Anleihebedingungen (2)

- Verzinsung
  - Festzinsanleihen
    - konkrete Höhe der periodischen Zinszahlung festgelegt
    - Stufenzins- oder Step-up Anleihe
    - Regelung zur Anpassung des Zinssatzes bei Ratingänderungen/Nichtvorliegen eines Ratings
  - variabel verzinste Anleihen (*floating rate notes*)
    - typischerweise auf Basis eines Referenzzinssatzes (3-/6-Monats-LIBOR, -EURIBOR)
    - mögliche Kombination mit festem Mindestzinssatz (*floor*), Höchstzins (*cap*), Zinsrahmen (*collar*), Inflationsbindung (*inflation linked*)
    - ggf. Kombination von festem und variablen Zinssatz (z.B. Hybridanleihen)
  - Nullkupon-Anleihe (*zero coupon bonds*)
    - keine periodische Verzinsung, aber Ausgabekurs gegenüber Nennwert diskontiert
      - keine Liquidität für Zinszahlungen erforderlich
    - kein Verstoß gegen Zinseszinsverbot, da Endbetrag summenmäßig bestimmt (hM)
  - High Yield-Anleihen (Hochzinsanleihen)
    - geringere Bonität des Emittenten
    - erhöhtes Ausfallrisiko für Anleger
  - Rendite (*yield*): Kombination aus (Ausgabe-)Kurs, Rückzahlungskurs und Verzinsung

# Anleihebedingungen (3)

- Kündigungsrechte
  - ordentliches Kündigungsrecht des Emittenten (*call*) nur bei ausdrücklicher Regelung
  - Sonderkündigungsrecht des Emittenten (vorzeitige *Rückzahlung/early redemption)* unter bestimmten Bedingungen
    - i.d.R. bei Änderung der steuerlichen Situation des Emittenten (*tax call*)
    - geringer ausstehender Betrag (*clean up*)
  - Kündigung bei Kontrollwechsel *(change-of-control)*
    - Kündigungsrecht des Anleihegläubigers (*investors' call*)
    - Kündigungsrecht des Emittenten
  - außerordentliche Kündigung durch den Anleihegläubiger aus wichtigem Grund
    - Zahlungsverzug des Emittenten (Kapital und Zinsen)
    - Verletzung von Verpflichtungen aus den Anleihebedingungen
    - Zahlungseinstellung, Insolvenz, Liquidation
    - häufig auch Drittverzugsklausel *(cross default),* z.B.
      - Kündigungsrecht des Anleihegläubigers bei Kündigung oder Verzug des Emittenten mit anderen Verbindlichkeiten

# Anleihebedingungen (4)

- Rangverhältnis
  - Grundsatz: gleichrangig zu anderen unbesicherten Forderungen (*pari passu*)
  - gesetzlicher Nachrang bei Gesellschafterstellung des Anleihegläubigers
    - seit November 2008 (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO)
    - Eigenkapitalbeteiligung > 10%
  - Vertragliche Vereinbarung (*contractual subordination*)
    - Nachrangvereinbarung gem. § 39 Abs. 2 InsO (oder entspr. ausländischem Recht bei ausländischem Emittenten)
    - Rangklausel in den Anleihebedingungen
    - Intercreditor Agreement
  - Gestaltung der Emissionsstruktur (struktureller Nachrang; *structural subordination*)
    - Begebung durch Konzern-Holding oder Finanztochter
    - Emittent beschränkt auf (Zwischen-) Holdings- oder Finanzierungsfunktion
    - kein (nennenswerter) eigener Geschäftsbetrieb bzw. keine oder nur geringe Vermögenswerte
    - Erfüllung der Zinszahlungs-/Rückzahlungsverpflichtung aus Zahlungen von verbundenen Unternehmen
    - Zugriff der Anleihegläubiger auf Vermögen operativer Tochter- oder Schwestergesellschaft erst nach Befriedigung von deren Gläubigern
    - ggf. Upstream-Garantie der operativen Tochtergesellschaft(en)/Garantien von Schwestergesellschaften (*Cross-Stream-Garantie*)

# Anleihebedingungen (5)

- Besicherung
  - Unternehmensanleihen grds. unbesichert
  - Garantie (Personalsicherheit) durch eine andere Gesellschaft, insbesondere Konzernmutter (*guaranteed*)
    - insbesondere bei High-Yield Anleihen mit weiteren Klauseln mit Sicherungsfunktion (v.a. Zusicherungen)
    - denkbar auch in anderen Fällen
    - zu unterscheiden
      - Emission über eine ausländische Finanztochter; Sicherung des Erfüllungsanspruchs bei indirekter Emission
  - Recht auf spätere Sicherheitenbestellung, wenn Sicherheiten zu Gunsten Dritter bestellt (*negative pledge*)
  - selten: dinglich besichert (*secured*)
    - u.a. in Form von Forderungen oder sonstigen Vermögensgegenständen
    - z.B. Asset-Backed-Securities, Collaterlized Debt Obligations (CDOs), Pfandbriefe, Repackaging

# Anleihebedingungen (6)

- Sonstige Klauseln
  - Rückkaufsmöglichkeit („Rückkauf im Markt oder anderweitig") des Emittenten, ggf. Garanten und der Tochtergesellschaften
  - Negativerklärung (*negative pledge*)
    - Zusicherung, keine Sicherheiten in Bezug auf den Emittenten (und ggf. bestimmte/wesentliche Tochtergesellschaften) oder andere Kapitalmarkt- und/oder Finanz-Verbindlichkeiten zu bestellen, ohne gleichzeitig die Anleihegläubiger gleichrangig und anteilig an der Sicherheit zu beteiligen
  - Zahlstelle
  - Steuern
  - Mitteilungen
  - Rechtswahl, Gerichtsstandort
  - Änderungen der Anleihebedingungen (Option nach SchVG)
    - long-form ((teilweise) Wiederholung des Gesetzestexts)
    - short-form (Verweis)

# Emissions- und Platzierungsverfahren

- Art der Ausgabe
  - Eigenemission (Selbstemission, Direktemission)
    - Begebung direkt an Anleger (originärer Erwerb durch Anleger)
    - Absatzrisiko beim Emittenten, daher grds. Ausnahme
    - ggf. Einbeziehung der Bank als Selling Agent
  - Fremdemission
    - je nach Emissionsvolumen Einschaltung einer oder mehrerer Banken (*sole manager* vs. Bankenkonsortium)
    - Allokation des Absatzrisikos von Vertragsgestaltung abhängig (z.B. *best efforts underwriting*)

# Prospekt

- Angebot/Prospekt
  - öffentliches Angebot
    - grundsätzlich Prospekt gemäß Prospektrichtlinie (in Deutschland: WpPG)
  - Privatplatzierung
    - bei institutionellen Investoren im In- und Ausland, i.d.R Accelerated Bookbuilding
    - kein Prospekt für die Emission erforderlich
      - ggf. Information Memorandum zur Investoreninformation/Vermarktung
    - ggf. Zulassungsprospekt
- Prospektbilligung
  - EWR-Emittenten: Behörde des Sitzstaats, Zulassungsstaats oder des öffentlichen Angebots
  - i.Ü.: Behörde des Staats der Erstzulassung bzw. des ersten öffentlichen Angebots
  - EU-Passporting
- Nachtrag

# Listing

- Risiko geringer Handelsliquidität bei fehlender Börsennotierung
- Organisierter vs. nicht-organisierter Markt
  - abhängig von Investorenerwartung
  - Notierung am organisierten Markt (in Deutschland: regulierter Markt)
    - Prospekt nach Prospektrichtlinie (in Deutschland: WpPG)/ ProspektVO erforderlich, unabhängig von Platzierungsart
    - Ausnahmen: u.a. Anleihen staatlicher Emittenten im EWR (§ 37 BörsG)
  - Notierung am nicht-organisierten Markt
    - keine Prospektpflicht nach Prospektrichtlinie (sofern kein öffentliches Angebot), aber ggf. Regelungen des jeweiligen Markts
    - Freiverkehr (*Open Market*) in Frankfurt (kein Prospekt für die Einbeziehung)
    - EuroMTF Segment der Luxemburger Börse (Prospekt nach nationalem Recht)
    - Global Exchange Market Dublin (Prospekt nach nationalem Recht)

# Rating (1)

- Beurteilung der Bonität
  - des Emittenten (*issuer credit rating*) – generelle Zahlungsfähigkeit des Emittenten
  - der Anleihe (*issue credit rating*) – Zahlungsfähigkeit des Emittenten in Bezug auf bestimmte Anleihe
- Ratingagenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch)
- Kategorien
  - Investment Grade ("investitionswürdig")
  - Non-Investment Grade (*speculative grade*)
    - long-term rating schlechter als Baa- (Moody's) bzw. BBB- (S&P); High-Yield Anleihen
- Auswirkungen des Rating
  - Höhe des Zinssatzes
  - Erfordernis einer Sicherheitenbestellung
- Relevant im Zusammenhang mit Anlagerichtlinien von institutionellen Investoren (z.B. Pensionsfonds, Versicherungen)

# Rating (2)

- Bewertungskriterien der Ratingagenturen
  - quantitative/ finanzielle („harte") Faktoren
    - Bewertung der wirtschaftlichen Verhältnisse (u.a. Liquiditäts-, Finanz-, Ertragslage, Kapitalstruktur, Bilanzentwicklung, Anfälligkeit für Währungs- und Finanzkrisen) anhand von Bilanzkennziffern
  - qualitative/nicht finanzielle („weiche") Faktoren
    - Managementqualität, (Unternehmens-)Strategie, Organisation- und Prozessorganisation, Mitarbeiterpotential, Aufbau des Controllings und Risikomanagements, Beziehung zu Geschäftspartnern
    - externe Faktoren (z.B. Branchenfaktoren, Standort, regulatives Umfeld etc.)
- Rating einer Anleihe
  - Informationen vom Emittenten und aus anderen Quellen zur Beurteilung der Kreditqualität einer Anleihe und der Wahrscheinlichkeit des Ausfalls der Zins- und Tilgungsleistung
  - Evaluierungsprozess
    - Beurteilung des Emittenten (Kreditwürdigkeit)
    - Kreditqualität der Anleihe

# Dokumentation (1)

- Mandatsvereinbarung
  - rechtliche Grundlage zwischen Emittenten, ggf. Garant und Konsortialführer bis Abschluss des Übernahmevertrags, u.a.:
    - Grundzüge der geplanten Emissionsstruktur
    - Aufgaben der Konsortialführer
    - Provision und Kostenersatz
    - Haftungsfragen
    - ggf. Laufzeit, Kündigung des Mandats und Folgen
    - Vertraulichkeit (sofern nicht separates Confidentiality Agreement)
- Underwriting Agreement (*subscription agreement/ purchase agreement*)
  - Parteien: Emittent, ggf. Garant und Konsortialbanken
  - Arten
    - grundsätzlich i.d.R. Best Efforts Underwriting
      - Emittent trägt Platzierungsrisiko
    - selten: Firm Underwriting

# Dokumentation (2)

- Noch: Übernahmevertrag
  - wesentlicher Inhalt
    - Übernahmeverpflichtung der Konsortialbanken
    - Platzierung
    - Gewährleistungen
    - Haftungsfreistellung
    - Provisionsvereinbarung, Kostenerstattung
    - Verkaufsbeschränkungen
    - Bedingungen
    - Legal Opinions, Disclosure Opinions, Comfort Letters, Inhouse Opinion, Officers' Certificate
    - Kündigungs-/Rücktrittsrechte
      - Lage der Gesellschaft (*material adverse change*)
      - allgemeine wirtschaftliche Situation (*force majeure*)
    - Rechtswahl, Gerichtsstand
- Agency Agreement(s)
  - Regelung der Rechte und Pflichten des/der Agents
  - Zahlstelle (*fiscal/paying agent*)
    - Abwicklung der Zins- und Tilgungsleistungen

# Dokumentation (3)

- Noch: Agency Agreement
  - Berechnungsstelle (*calculation agent*)
    - Berechnung von Zins- und Tilgungsleistungen
    - Berechnung des Wandlungsverhältnisses bei Wandelanleihen
    - Anpassung gemäß Anleihebedingungen
  - bei Wandelanleihen: Wandlungsstelle (*conversion agent*)
  - Börsenzulassungsbegleiter (*listing agent*)
    - insbesondere bei Zulassung in Luxemburg
- Opinions
  - Legal Opinions, Disclosure Letters, Comfort Letter, Officers' Certificate
- Gremienbeschlüsse beim Emittenten/Garanten
- Sicherheitsverträge (ggf.)
- SPV-Dokumentation bei indirekter Emission

# Emissionsprogramme (1)

- Rahmenvertrag für eine größere Anzahl einzelner Emissionen (Debt Issuance Programme, DIP)
  - Unterscheidung nach Laufzeit
    - MTN Programm (Laufzeit > 1 Jahr)
    - Commercial Paper Programme (Laufzeit ≤ 1 Jahr)
  - Definition des Angebotsprogramms in § 2 Nr. 5 WpPG
    - Begebung von Nichtdividendenwerten ähnlicher Art oder Gattung sowie von Optionsscheinen jeder Art
    - dauernde oder wiederholte Begebung
  - "Autorisierung" der Begebung von Anleihen bis zu einem definierten Höchstbetrag
- Ziehung
  - Begebung einzelner Tranchen unter dem Rahmenvertrag
  - endgültige Anleihebedingungen (*final terms*) für jeweilige Tranche

# Emissionsprogramme (2)

- Euro Medium Term Note Programme
  - Laufzeit über 1 Jahr
  - Gesamtvolumen von ca. EUR 5 – 60 Mrd.
- Zweck
  - Rationalisierung und Flexibilisierung
  - Vereinfachung und Vereinheitlichung der Dokumentation der einzelnen Anleihebegebungen
    - Festlegung aller möglichen Rahmenbedingungen in einem Prospekt zum Programm (Basisprospekt)
    - jährliche Aktualisierung des Basisprospekts
    - Neuemission als Ziehung aus dem Programm mit Festlegung endgültiger Anleihebestimmungen
    - Börsennotierung des Programms, nicht einzelner Tranche
- Listing bislang überwiegend noch am regulierten Markt der Luxemburger Börsen

# Besondere Anleiheformen

# Equity Linked Instrumente

# Aktienverwandte Instrumente

- Anleihen mit Wandlungs- (*convertible bonds*)
- Options- (*bonds with warrants*) oder
- Umtauschrechten (*exchangeable bonds*)

# Mittelstandsanleihen

# Entwicklung

- Emission einer Anleihe durch mittelständische Unternehmen
  - geringeres Anleihevolumen als sog. Benchmarkanleihen
    - Small/Mid Cap € 10 – 150 Mio.
    - Prime Segment € 150 – 500 Mio.
  - bis 2010 angesichts geringer Liquidität schwierig zu platzieren
  - 2010: Öffnung des Kapitalmarkts für kleinvolumigere Anleihen durch spezielle Mittelstandssegmente der deutschen Börsen
    - Bondm (Börse Stuttgart, 2010); mittelstandsmarkt (Börse Düsseldorf, 2010), m:access (Börse München, 2010), Mittelstandsbörse Deutschland (Börse Hamburg-Hannover, 2011), Entry Standard (Frankfurter Börse, 2011)
    - (zusätzlich) Platzierungsmöglichkeit über Zeichnungstools der Börsen

# Voraussetzungen und Folgepflichten

- Wesentliche Einbeziehungsvoraussetzungen
  - Wertpapierprospekt
  - Mindeststückelung von max. EUR 1.000
  - teilweise Mindestvolumina
  - Antragstellung unter Hinzuziehung eines Betreuers (Kapitalmarktpartner, Coach bzw. Listing Partner)
  - Unternehmensrating
- Wesentliche Folgepflichten
  - Veröffentlichung des Jahresabschlusses
  - Veröffentlichung des Halbjahresabschlusses
  - Quasi Ad-hoc-Publizitätspflicht nach AGB der jeweiligen Börse
  - Veröffentlichung eines Folgeratings
  - Veröffentlichung eines Finanzkalenders

# Emissionskonzept

- Emissionsstruktur
  - Fremdemission
  - Eigenemission
- Prospektpflicht
  - bei öffentlichem Angebot
  - Einbeziehungsvoraussetzung für Mittelstandssegmente nach AGB der Börsen
  - keine HGB-Bilanzierung erforderlich; historische Finanzinformationen der letzten 2 Jahre
- Vermarktung der Anleiheemission
  - öffentliches Angebot (i.d.R.)
    - Ansprache von (semi-)institutionellen Investoren und Privatanlegern
    - mehrwöchige Zeichnungsfrist (i.d.R.)
  - bei Ausgestaltung der Anleihebedingungen zunehmend Investorenerwartung berücksichtigt
    - mittlerweile üblich: bestimmte gläubigerschützende Regelungen in Anleihebedingungen (z.B. Negativverpflichtung, Change-of-control, Drittverzugsklausel, Veräußerungs- und Ausschüttungsbeschränkungen)
    - Tendenz: Regelungen ähnlich zu denen von High-Yield Bonds (*covenants*)

# Dokumentation

- Typische Anleihebedingungen
  - Laufzeit 3 – 7 Jahre (vielfach 5 Jahre)
  - fest verzinslich (i.d.R.)
  - zumeist keine Besicherung
    - Ausnahmen z.B. bei "Immobilienanleihen" und "Projektanleihen"
    - Garantie bei Emission durch eine Holdinggesellschaft oder nicht operativ tätige Konzerngesellschaft
  - keine Nachrangigkeit
  - zunehmend gläubigerschützende Regelungen
  - (teilweise) Möglichkeit zur vorzeitigen Rückzahlung (*Call-Option*)
- Dokumentation
  - Vereinbarung mit Bank
    - Übernahmevertrag u.a.
      - feste oder nachfrageabhängige Übernahme
      - Gewährleistungen
      - Haftung, Regelungen zur Haftungsfreistellung
    - sog. Selling Agency Agreement u.a.
      - Unterstützung bei der Platzierung/Vertrieb
      - Haftung, Regelungen zur Haftungsfreistellung
  - Zahlstellenvertrag

# High Yield Bonds

# Allgemeines

- Emittenten mit geringer Bonität
  - schlechtes Rating (kein Investment-Grade, Sub-Investment Grade) oder kein Rating
  - erhöhtes Investitionsrisiko des Anlegers
  - höhere Verzinsung
  - Gründe für Begebung
    - Refinanzierung, Tilgung von Verbindlichkeiten und Verbesserung der Finanzstruktur
    - Finanzierung von Unternehmenswachstum und Zukäufen
    - Finanzierungsmöglichkeit für sog. "Fallen Angels"
    - Kapitalausschüttung
- Kombination mit anderen Kapitalmaßnahmen
  - z.B in Verbindung mit syndizierter Kreditlinie

# Platzierung und Listing

- Platzierung regelmäßig bei institutionellen Investoren im In- und Ausland (*private placement*)
  - insb. bei spezialisierten US-Investoren
  - vergleichsweise hohe Kredit- und Ausfallrisiken
  - komplexe Struktur im Vergleich zur klassischen Unternehmensanleihe
  - kleinste handelbare Einheit (Mindestzeichnungsgröße) i.d.R. EUR 50.000
  - aber: Sekundärerwerb über Börse durch Privatanleger denkbar
- Listing i.d.R. im nicht organisierten Markt
  - Luxemburger Börse
  - Irish Stock Exchange
  - Freiverkehr der FWB

# Wesentliche Gestaltungsmerkmale

- Laufzeit i.d.R. 7 – 10 Jahre
- Kündigungsrechte des Emittenten
- Kündigungsrechte der Anleger unter bestimmten Bedingungen
- Vergleichsweise hohe Zinsen
  - häufig feste Verzinsung
  - umfangreiche Covenants
  - umfangreiche Berichtspflichten
- Nachrangigkeit
  - in Europa häufig struktureller Nachrang durch Emissionsstruktur → Begebung über Tochtergesellschaft/SPV
  - ausländische Finanzierungstochter aus steuerlichen Gründen
  - Holdinggesellschaft
  - Garantie der Muttergesellschaft (*downstream*) und ggf. ausgewählter/wesentlicher Tochtergesellschaften/Schwestergesellschaften (*up-stream/cross-stream*)

# Anleihebedingungen

- Umfangreiche Handlungs- und Unterlassungspflichten (*affirmative/negative covenants*)
  - Geltung auch für alle oder bestimmte Tochtergesellschaften (*restricted subsidiaries*)
  - Erhaltung der Zahlungsfähigkeit, Vermögensmasse, gesellschaftsrechtlichen Struktur, Identität des Emittenten und der Rangfolge, z.B. Beschränkungen für
    - Eingehung von Verbindlichkeiten
    - Abgabe von Garantien durch Töchter
    - Bestellung von Sicherheiten
    - Mittelverwendung
    - Veräußerung von Vermögenswerten
    - Geschäften mit Anteilsinhabern und verbundenen Unternehmen
    - Zahlung von Dividenden und anderen Zahlungen durch Tochtergesellschaften
    - Verschmelzung und Konsolidierung
    - Beschränkungen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit
  - Pflichten zur Einhaltung bestimmter Kennzahlen
    - Verschuldungsgrad, Eigenkapital, Ertragslage oder Liquiditätslage
  - Umfangreiche Berichtspflichten
    - i.d.R. jährliche Berichtspflichten (*reporting covenants*)
    - möglich Quartalsberichte

# Anwendbares Recht

- Historisch: regelmäßig nach New Yorker Recht
  - Orientierung an aufnahmefähigen Absatzmärkten/Investorenerwartung
  - Marktstandard, langjährige Praxis Indenture nach New Yorker Recht
    - enthält Anleihebedingungen, insbesondere umfangreiche Covenants
    - Bestellung eines Trustee – Kommunikationsweg zwischen Emittent und Anleger
  - Sicherheiten
    - typischerweise New Yorker Recht auch für persönliche Sicherheiten
    - dingliche Sicherheit in Deutschland unterliegt deutschem Recht
      - z.B. Anteilsverpfändung von GmbH-Anteilen
  - Rechtswahl in Anleihebedingungen möglich
- High-Yield Anleihen nach deutschem Recht?
  - Entscheidungsparameter
    - angesprochener Investorenkreis?
  - SchVG
    - Restrukturierung von Anleihen vereinfacht

# Dokumentation

- Offering Memorandum - Inhalt i.d.R. ähnlich Equity-Prospekt
  - Beschreibung der Anleihebedingungen
  - Covenants
  - Geschäftstätigkeit des Emittenten
  - Industry Section
  - MD&A und weitere Fremdverbindlichkeiten
  - Risikofaktoren
  - F-Pages
- Indenture
  - Anleihebedingungen einschließlich Covenants und Rechte und Pflichten des Trustee
  - i.d.R. Garantien
- Purchase Agreement
- Intercreditor Agreement
- Sonstige Dokumentation (Opinions, Sicherheiten, Trustee Agreement)

# Hybridanleihen

# Allgemeines

- Form der Mezzanine-Finanzierung
- Eigenkapitalähnliche Inhaberschuldverschreibung
  - Equity Credit bei Rating
  - Behandlung als EK oder FK nach IFRS
  - Zinsabzugsmöglichkeit
  - keine Partizipation am Liquidationserlös und Unternehmenserfolg
- Emittenten
  - Banken und Versicherungen (Eigenkapitalvorgaben nach Basel III und Solvency II)
  - Versorger
  - aber auch andere Corporates, auch im Mittelstand
- Coupon
  - Zinssatz tendenziell höher als bei normalen Unternehmensanleihen
- Listing
  - Luxemburg, Dublin, Frankfurt

# Gremienbeschlüsse

- Kein Beschluss der Hauptversammlung erforderlich
  - grds. § 221 AktG nicht anwendbar
    - Betrag des Kupon typischerweise nicht abhängig vom Gewinn
    - keine Beteiligung am Liquidationserlös
    - Vorrang gegenüber den Gesellschaftern im Fall der Liquidation
      - auch nach Basel III/SolV II
  - aber: Verlustabsorption → Genussrecht (§ 221 Abs. 3 AktG)?
  - aber: bedingte Wandlungspflicht in Aktien → Pflichtwandelanleihe (§ 221 AktG)?
- Vorstands- und i.d.R. Aufsichtsratsbeschluss erforderlich

# Anleihebedingungen

- lange Laufzeit (20 Jahre und länger)
- Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern
- Kombination von festem und variablen Zinssatz (*step-up*)
- Zinsaufschub (freiwillig/ verpflichtend)
  - kumulative oder nicht-kumulative Rückzahlung
  - alternative Zahlungsmechanismen
- Kündigungsrechte
  - Call-Option des Emittenten nach Mindestlaufzeit
    - i.d.R. in Verbindung mit Zins-Step-up
    - eingeschränkt bei Finanzinstitutionen
  - vorzeitige Kündigungsrechte (vorzeitige Rückzahlung) des Emittenten bei bestimmten Ereignissen
    - Gross-up, Änderung der Bilanzierungsregeln, Änderung der steuerlichen Behandlung, Änderung der Ratingparameter, Change of Control
  - kein Recht der Anleihegläubiger zur ordentlichen Kündigung
  - häufig auch kein außerordentliches Kündigungsrecht der Anleihegläubiger
- Üblicherweise keine Schutzklauseln (*negative pledge/ cross default*), keine Financial und Reporting Covenants und keine Besicherung

# Schuldscheine

# Einführung

- Darlehensforderung i.S.v. § 488 ff. BGB, über die i.d.R. ein Schuldschein ausgestellt wird
  - zwischen Schuldverschreibung und Bankendarlehen
- Fehlende Wertpapiereigenschaft
  - Urkunde lediglich zur Beweissicherung; für Anspruchsdurchsetzung Vorlage nicht erforderlich
  - kein Ausschluss von Einreden und Einwendungen; schuldbefreiende Leistung, solange Abtretung nicht angezeigt
  - Übertragung im Wege der Vertragsübernahme oder Abtretung
  - daher: wertpapierähnliche Behandlung
- Anleiheähnliche Standardisierung der Dokumentation
- Keine Bilanzierung "mark-to-market" nach IFRS
- Prospekt nicht erforderlich
- HGB-Bilanzierung ausreichend

# Emissionskonzept

- Finanzierungsalternative
  - häufig anstelle eines syndizierten Großkredits
    - kollektive Willensbildung unüblich
  - Zugang zu institutionellen (Kapitalmarkt-)Investoren
  - flexibel an Fälligkeitenprofil des Emittenten anzupassen
- Verhandlung bilateral zwischen dem Fremdkapital aufnehmenden Unternehmen und der arrangierenden Bank (i.d.R.)
- auf eine weitere Ausplatzierung angelegt
  - nicht an Börsen handelbar, da kein Wertpapier; kein Clearing möglich
  - aber: freie Übertragbarkeit der Teilforderungen (i.d.R. EUR 500.000)
  - daher: (eingeschränkter) Zweitmarkt für Schuldscheine "Over the Counter" (OTC)
- Emissionsvolumen typischerweise zwischen EUR 20 Mio. und EUR 300 Mio.
- grds. unbesichert, zuweilen garantiert

# Beteiligte

- Emittenten
  - Unternehmen, Banken, öffentliche Körperschaften
- Investoren
  - Volksbanken und Sparkassen, sonstige private Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Investmentfonds (bis zu 50 und mehr); nicht: Privatanleger
  - Vorgaben für Versicherungen bei Investments in gebundenes Vermögen
    - Anlageverordnung
    - Rundschreiben 4/2011 der BaFin
    - GDV-Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften
- Banken/Arrangeure
  - typischerweise Test der Investitionsbereitschaft von Investoren und Konditionen
  - Verhandlung der Konditionen zwischen Unternehmen und Bank sowie Vertragsunterzeichnung
  - anschließende Ausplatzierung an institutionelle Investoren
- Garanten (ggf.)
- Sicherheitentreuhänder (ggf.)

# Ausplatzierung

- Verhältnis Emittent – Banken
  - direktes System
    - Auftreten der Banken (*Arrangeure*) nur als Vermittler (*Selling Agent*)
  - indirektes System (i.d.R.)
    - Schuldschein zunächst zwischen Bank und Unternehmen und sodann Übertragung an Investoren (Grundlage: Forderungskauf)
- Bookbuilding
  - Vermarktungsprozess über mehrere Wochen; Angebotsabgabe durch Investoren am Ende
- Platzierungsrisiko
  - "Best efforts"-Underwriting oder "Back stop"-Underwriting
- Zuweilen kombiniert mit der Emission von Namensschuldverschreibungen

# Ausgestaltung (1)

- Ausgestaltung
  - grundsätzlich keine gesetzlichen Vorgaben
  - aber: Vorgaben für Versicherungen als Investoren in AnlageVO und GDV-Grundsätzen
  - LMA Leitfaden 2014 (z.B. Covenants, Aufrechnungsverzicht)
  - anleihenähnliche Dokumentation, geringere Regelungsdichte als bei Konsortialkredit
- Laufzeit
  - häufig Multi-Tranche-Struktur mit gestaffelten Laufzeiten (z.B. 3, 5, 7 und 10 Jahre)
  - grds. endfällig
- Zins
  - festverzinslich oder variabel, ggf. Step-up-Regelungen
- Auszahlungsvoraussetzungen
- Rang: pari passu
- Zusicherungen und Gewährleistungen

# Ausgestaltung (2)

- Verpflichtungen und Garantien
  - negative Pledge
  - ggf. Finanzkennzahlen (z.B. Verschuldensgrad, Zinsdeckungsgrad, Mindesteigenquote), insb. wenn Non-Investment Grade
- Kündigung
  - Kündigungsrechte für Emittent und Investoren
    - grds. kein Recht zur ordentlichen Kündigung
    - besondere Kündigungsgründe (Rechtsänderungen, Umstrukturierung, Kontrollwechsel etc.)
    - außerordentliche Kündigungsgründe (Nichtzahlung, Vertragsverstoß, Cross-Default/Cross Acceleration, Insolvenz; Geltendmachung von Kostenerhöhung)
  - individuell durch Investor bei Kündigungsgrund
- Zahlstellenvereinbarung
  - entweder integriert oder in separatem Dokument
- Rechtswahl: deutsches Recht
- Rating
  - grds. nicht erforderlich
  - anders aber ggf. nach Anlagerichtlinien von Investoren

# Annex: Namensschuldverschreibung

- Kein Orderpapier; nur durch Abtretung übertragbar
- Zulässigkeit bankaufsichtsrechtlich eingeschränkt
  - Ausgabe an andere Investoren als Banken und Versicherungen bankerlaubnispflichtiges Einlagengeschäft → üblicherweise Investorenkreis auf Banken und Versicherungen begrenzt; Aufnahme einer entspr. Selling Restriction
- auch für das Anlagevermögen von Versicherungen geeignet
  - größere Flexibilität bei Ausgestaltung als Schuldschein
- (unkündbare) Laufzeit auch über 10 Jahre vereinbar (§ 489 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 4 BGB nicht anwendbar)

# Bewertung

# Vergleich der beiden Finanzierungsinstrumente (1)

| Corporate Bond | Schuldschein |
|---|---|
| Mittlere bis große Volumina | Kleinere bis mittlere Volumina |
| Großer Investorenkreis | Kleinerer Investorenkreis |
| Börsennotierung möglich | Keine Börsennotierung, nur OTC |
| Privatplatzierung oder öffentliches Angebot | Privatplatzierung |
| Prospekt erforderlich (bei öffentlichem Angebot bzw. Zulassung zu reg. Markt), nicht bei Privatplatzierung | Kein Prospekt |
| Accelerated Bookbuilding | Mehrere Wochen Vermarktungsprozess |
| Covenants sehr eingeschränkt | Umfangreichere Covenants |
| Kollektive Willensbildung mittels SchVG | Keine kollektive Willensbildung |
| Rating (grds.) erforderlich | Rating (grds.) nicht erforderlich |

# Vergleich der beiden Finanzierungsinstrumente (2)

| Corporate Bond | Schuldschein |
|---|---|
| Aufwandsgrad/Kosten: mittel | Aufwandsgrad/Kosten: geringer |
| Transparenzfolgepflichten | Nur vertragliche Folgepflichten |
| Vergleichsweise Deinvestition durch Verkauf über Börse | Verkauf ggf. zeitintensiver |
| Mark-to-Market-Bilanzierung | Keine Mark-to-Market Bilanzierung |

# CV

# Prof. Dr. Michael Schlitt

## Partner, Leiter der deutschen Capital Markets Praxisgruppe, Frankfurt

Prof. Dr. Michael Schlitt, Rechtsanwalt, ist Partner im Frankfurter Büro von Hogan Lovells und Leiter der Praxisgruppe Kapitalmarktrecht in Deutschland. Er verfügt über umfassende Erfahrung bei internationalen Kapitalmarkttransaktionen, insbesondere Börsengängen, Kapitalerhöhungen, Platzierungen von Wandel-, Options-, Umtausch-, Hybridanleihen und High Yield Bonds sowie Block Trade-Transaktionen und öffentlichen Übernahmen. Er berät Investmentbanken und international tätige Konzerne auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts sowie des Aktien-, Übernahme- und Umwandlungsrecht. Michael Schlitt ist Honorarprofessor an der Universität zu Köln und Verfasser zahlreicher Aufsätze und Buchbeiträge sowie Co-Autor und Co-Herausgeber verschiedener Kommentare und Handbücher zum Kapitalmarkt-, Aktien- und Übernahmerecht. Alle relevanten unabhängigen Publikationen wie z.B. Juve, Chambers Global, IFLR, Legal 500, PLC und Who's Who Legal bezeichnen Michael Schlitt als einen der führenden Anwälte im Bereich Kapitalmarktrecht.

**Prof. Dr. Michael Schlitt**
T +49 69 96236 430
michael.schlitt@hoganlovells.com

**Ausgewählte Mandate:**

- **Credit Suisse und Deutsche Bank** bei dem EUR 180 Mio. IPO der SLM Solutions Group AG
- **GRENKELEASING AG** bei der Zahlung einer Aktiendividende und einer in diesem Zusammenhang durchgeführten Bezugsrechtsemission
- **Commerzbank und Deutsche Bank** bei der EUR 367 Mio. Kapitalerhöhung der Wirecard AG
- **Credit Suisse, Deutsche Bank und UBS** bei der EUR 250 Mio. Wandelanleiheemission der Deutsche Wohnen AG und bei dem Erwerbsangebot der Deutsche Wohnen AG auf Wandelanleihen der GSW Immobilien AG
- **Berenberg** bei der EUR 223 Mio. Bezugsrechtsemission der GILDEMEISTER AG
- **Citi** bei der Sachdividende/Bezugsrechtsemission der Deutsche Telekom AG 2013 und 2014 (in Höhe von 1.1 Mrd. bzw. 1 Mrd EUR). *Ausgezeichnet mit dem Platow Recht Award als bestes Rechtsberatungsprojekt 2013*
- **Commerzbank** und **UniCredit** bei EUR 74,9 Mio. Platzierung eigener Aktien durch die Krones AG
- **HSBC** bei EUR 54,3 Mio. Kapitalerhöhung der GRENKELEASING AG
- **BofA Merrill Lynch** und **UBS Investment Bank** bei EUR 195,1 Mio. Kapitalerhöhung der Deutsche Wohnen AG
- **Deutsche Bank** und **Société Générale** bei EUR 182,9 Mio. Wandelanleiheemission der GSW Immobilien AG
- **Berenberg Bank** und **Kempen & Co** bei der EUR 73,9 Mio. Kapitalerhöhung der HAMBORNER REIT AG
- **BNP Paribas, Commerzbank** und **JP Morgan** bei der EUR 20,7 Mio. Kapitalerhöhung von Tom Tailor (2012) sowie **Commerzbank** bei der weiteren Kapitalerhöhung von Tom Tailor in Höhe von EUR 29,5 Mio. (2013)
- **BofA Merrill Lynch, Deutsche Bank AG, London Branch, J.P. Morgan Securities Ltd., Barclays Bank, HSBC, Crédit Agricole CIB, Credit Suisse** und **UniCredit Bank AG** beim Rückkauf von Hybridanleihen der Münchener Rück durch ein "any and all" Angebot, verbunden mit der Emission einer neuen Hybridanleihe in zwei Tranchen
- **M.M. Warburg & Co. KGaA** bei der Bezugsrechtsemission mit Debt-Equity-Swap der Conergy AG (EUR 183,3 Mio.)
- **SoFFin** bei der Platzierung von bedingten Pflichtumtauschanleihen (CoMEN) der Commerzbank AG (EUR 5,7 Mrd.) und der Bezugsrechtskapitalerhöhung der Commerzbank (EUR 5,3 Mrd.), beim Rückkauf von Trust Preferred Securities durch einen Intermediär in Verbindung mit einer Aktienplatzierung und Kapitalerhöhung gegen Einlage der zurückgekauften Papiere (EUR 625 Mio.) sowie bei der Liability-Management Transaktion der Commerzbank

- Prof. Dr. Michael Schlitt "genießt einen hervorragenden Ruf" und "leitet sehr erfolgreich das Kapitalmarktrechtsteam" (*Kanzleien in Deutschland,* 2014)
- Best Lawyers 2014: Empfohlener Anwalt für Kapitalmarktrecht
- Aufgeführt als führender Anwalt (Capital Markets: Equity) im ersten Tier von vier in *Chambers Europe,* 2014
- […] definitiv einer der führenden Anwälte für Kapitalmarktrecht in Deutschland. Er ist sehr serviceorientiert, erreichbar und sorgfältig. Er kann komplizierte Fragen bearbeiten und kennt sich gut mit neuen innovativen Strukturen aus. *(Chambers Global* 2014)
- Schlitt ist ein hervorragender Rechtsanwalt – er verfügt über ein sehr umfangreiches Wissen über rechtliche Entwicklungen, denkt einerseits fortschrittlich und vielseitig und ist aber gleichzeitig ausreichend konservativ, um seine Mandanten zu schützen (*Chambers Global*, 2014)
- […] der "ausgezeichnete" Michael Schlitt, Leiter der Kapitalmarktpraxis in Deutschland, wird als "führende Persönlichkeit" im Kapitalmarktrecht angesehen. (*Who's who legal*, 2014)
- Michael Schlitt ist der bekannteste Name in der Praxis und berät "lösungsorientiert" und verfügt über "umfassende Produktkenntnisse". (*Legal 500 Deutschland*, 2014)
- "wahnsinnig serviceorientiert, jederzeit erreichbar" (Mandant); Empfohlener Anwalt für Börseneinführungen und Kapitalerhöhungen. (*JUVE Handbuch*, 2013/2014)

# Stimmen aus dem Markt

IFLR 1000

"Eines der besten Akquisitionen war das Kapitalmarktrechtsteam, welches von Michael Schlitt geleitet wird. Heute ist diese integrierte Praxis landesweit die bekannteste der Sozietät." (*IFLR 1000*, 2014)

"Mandanten sind beeindruckt von der Sozietät" (*IFLR 1000*, 2013)

"Er [Michael Schlitt] hat ein starkes und großes Team, die eine gute Beratungsleistung bieten." (Mandant, *IFLR 1000*, 2013)

"Es [das Team] ist perfekt, er [Michael Schlitt] ist exzellent." (Mandant, *IFLR 1000*, 2013)

"Ein Mandant verweist auf das umfassende Wissen des Teams: 'Die erfahrenen Anwälte sind gut, die jungen Anwälte sind gut; es ist ein gutes Team." (Mandant, *IFLR 1000*, 2013)

JUVE www.juve.de

Empfohlene Praxis für Equity-Kapitalmarktrecht, die für die Qualität ihrer Arbeit einen hervorragenden Ruf genießt und insbesondere zu Banken ausgezeichnete Kontakte hat. (*JUVE Handbuch,* 2013/2014)

"Empfohlene Kanzlei für Equity-Kapitalmarktrecht, die einen weiteren Schritt nach vorne gemacht hat. Entscheidender ist aber, dass die Kanzlei nun durch ein konsequentes Zusammenspiel des hinzugestoßenen Teams mit der bisherigen Praxis und dem weltweiten Netzwerk in die Lage versetzt wird, ihren ECM-Trackrecord deutlich auszubauen, v.a. bei hochkarätigen Deals." (*JUVE Handbuch*, 2011/2012)

"Für Strukturierte Finanzierung u. Anleihen empfohlene Kanzlei, die ihren Schwung der Vorjahre aufrechterhielt u. sogar weiter Boden gewann" (*JUVE Handbuch*, 2011/2012)

CHAMBERS AND PARTNERS

"Extrem kompetent, pragmatisch und lösungsorientiert. Immer mit einem Fokus auf der Lösung und Strukturen wirklich durchdenkend. Sie kümmern sich engagiert, egal ob auf Emittenten- oder Bankenseite." (*Chambers Europe,* 2014)

"[Michael Schlitt ist] definitiv einer der führenden Anwälte für Kapitalmarktrecht in Deutschland (*Chambers Global,* 2014)

"Michael Schlitt: Aufgeführt als führender Anwalt (*Capital Markets:* Equity) im ersten Tier von vier" (Chambers Europe, 2012-2013)

"Diese Kanzlei hat eine große Expertise im Bereich Emissions- und Kapitalmarktrecht. Das Team denkt sehr kommerziell und verfügt über ein gutes Verständnis des regulatorischen Umfelds." (*Chambers Europe*, 2012)

The LEGAL 500

"Das Team wird geschätzt für die schnelle Verfügbarkeit von Ergebnissen sowie die angemessene Teamstärke und Zusammensetzung." (*Legal 500,* 2014)

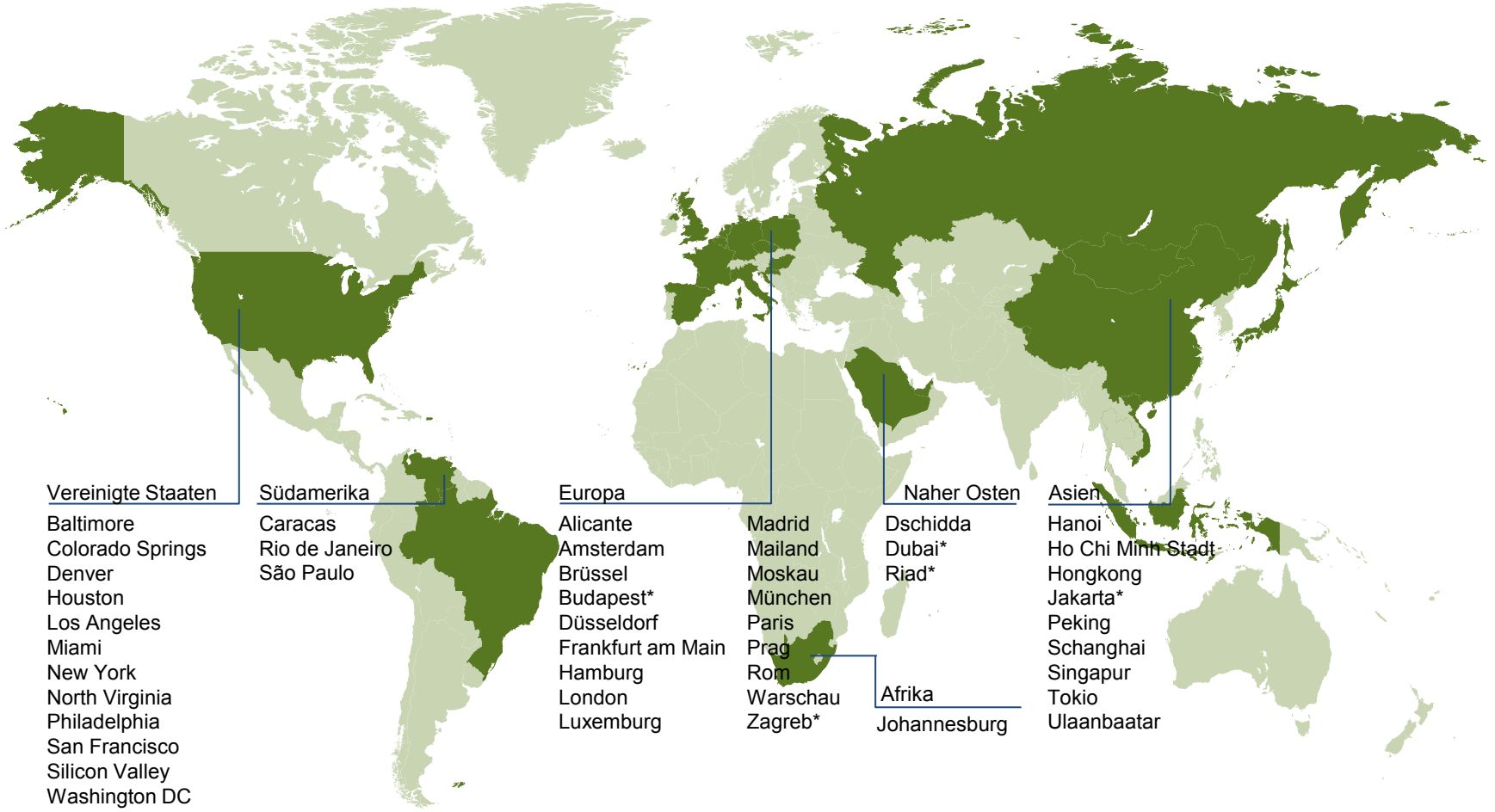
"Empfohlene Kanzlei für Kapitalmarktrecht" (*Legal 500,* 2012)

"Empfohlene Kanzlei für strukturierte Finanzierung und Verbriefung" (*Legal 500,* 2012)

"Extrem engagiertes Team... mit sehr hohem Servicelevel" (*Legal 500*, 2011)

"Michael Schlitt: Gilt als einer der besten Kapitalmarktrechtler in Deutschland" (*Legal 500 EMEA*, 2011)

# Hogan Lovells weltweit



**Vereinigte Staaten**
Baltimore
Colorado Springs
Denver
Houston
Los Angeles
Miami
New York
North Virginia
Philadelphia
San Francisco
Silicon Valley
Washington DC

**Südamerika**
Caracas
Rio de Janeiro
São Paulo

**Europa**
Alicante
Amsterdam
Brüssel
Budapest*
Düsseldorf
Frankfurt am Main
Hamburg
London
Luxemburg
Madrid
Mailand
Moskau
München
Paris
Prag
Rom
Warschau
Zagreb*

**Naher Osten**
Dschidda
Dubai*
Riad*

**Afrika**
Johannesburg

**Asien**
Hanoi
Ho Chi Minh Stadt
Hongkong
Jakarta*
Peking
Schanghai
Singapur
Tokio
Ulaanbaatar

*Kooperationsbüros

# www.hoganlovells.com

Hogan Lovells has offices in:

Alicante
Amsterdam
Baltimore
Beijing
Brussels
Budapest*
Caracas
Colorado Springs
Denver
Dubai
Dusseldorf
Frankfurt
Hamburg
Hanoi
Ho Chi Minh City
Hong Kong
Houston
Jakarta*
Jeddah*
Johannesburg
London
Los Angeles
Luxembourg
Madrid
Miami
Milan
Moscow
Munich
New York
Northern Virginia
Paris
Philadelphia
Prague
Rio de Janeiro
Riyadh*
Rome
San Francisco
São Paulo
Shanghai
Silicon Valley
Singapore
Tokyo
Ulaanbaatar
Warsaw
Washington DC
Zagreb*

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney Advertising.

© Hogan Lovells 2014. All rights reserved.

*Associated offices