

Debt buybacks i syndikatlånemarkedet

(Debt buybacks in the syndicated loan market)

Kandidatafhandling
Copenhagen Business School
Cand.merc.jur

Vejledere:
Peter Møgelvang-Hansen
Finn Østrup

2. april 2013

Maja Nyborg Hammel

Antal anslag/normalsider: 153.738/68

Abstract

The thesis investigates debt buyback (DBB) as a phenomenon, including the contractual regulation. DBB means that debtor buys its own debt back below par. The phenomenon is linked to the syndicated loan market where loans are issued, and then traded on the secondary loan market.

DBB appeared in connection to the financial crisis where the price on syndicated loans fell, which allowed speculation. The speculation challenged the contractual framework at that time. Syndicated loan contracts are a very standardized type of agreement, which are made on the basis of model contract documents formed by the trade association Loan Market Association.

The thesis explains the phenomenon DBB and analyses what consequences the different types of DBB have for the involved parties. After this it is analysed whether or not DBB is permitted under the model contract documents before the imposition of the contract's clause 30, which regulates DBB in the future. Finally the model contract document's clause 30 is analysed.

The thesis concludes that DBB covers many different types of transactions, which are a combination of who the transferee is, what happens to the debt after the transfer, and how the DBB is financed and executed. The consequences for the involved parties, depends on what combination of the aforementioned factors that applies in the DBB transaction and linked to debtor's bankruptcy risk. In addition, it is concluded that DBB wasn't to be considered a breach of contract under the old model contract. However, this depends on the possibility to redefine the transfer from a change of lender to a prepayment, which can depend on whether the interpretation of the contract is in accordance with English or Danish law. The thesis gives concrete suggestions to changes in clause 30, which implies a higher degree of efficiency for the parties.

Finally, the thesis concludes that DBB can be seen as providing a higher degree of flexibility, for both creditors and debtors. Both parties are dependent on adjusting to the current market situation, and here DBB can be an advantage, since it generates increased value for both parties. As a remaining creditor, there are few risks associated with DBB, and they can be eliminated by a sensible regulation for DBB in contracting procedures.

Indholdsfortegnelse

1) Indledning	5
1.2) Præsentation af emnet	5
1.2) Problemformulering	6
1.3) Afgrænsning	7
1.4) Metode.....	9
1.5) Struktur	10
2) Syndikatlån	12
2.1) Hvad er et syndikatlån	12
2.2) Formålet med syndikatlån.....	13
2.2.1) Låntagers perspektiv.....	13
2.2.2) Långivers perspektiv.....	14
2.3) Låntagerens gældsstruktur	14
2.4) Etablering af et syndikatlån	16
2.4.1) Lånefaciliteterne	17
2.4.2) Gebyrer og prissætning i syndikatlån	17
2.4.3) Interkreditoraftalen	18
2.5) Syndikatlån i Danmark.....	18
2.6) Loan Market Association og modelkontrakterne	19
2.6.1) Loan Market Association	19
2.6.2) Modelkontrakterne.....	20
2.7) Kreditorskifte i syndikatlån – Det sekundære lånemarked	20
2.7.1) Novation, Assignment eller Participation.....	20
2.7.2) Information om det sekundære lånemarked	21
2.7.3) Hvem kan der sælges til?	22
2.8) Kreditorskifte i syndikatlån set i obligationsretligt perspektiv	22
2.8.1) Lån vs. fordringer	22
2.8.2) Kreditorskifte uden debitors samtykke	23
2.8.3) Erhververens forpligtelser	24
3) Syndikatlånemarkedet historisk	25
3.1) Det gearede syndikatlånemarked op til finanskrisen	25
3.2) Det gearede syndikatlånemarked under finanskrisen	28
4) Analyse af debt buybacks som fænomen	34
4.1) Alternativet til debt buybacks	34
4.1.1.) Debtors synsvinkel	34
4.1.2) Kreditors synsvinkel (sælgeren).....	34
4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback.....	35
4.2.1) Erhververen i et debt buyback.....	36
4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback.....	40
4.2.3) Finansieringen af et debt buyback	44
4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback	45
4.2.5) Debtors økonomiske situation.....	49
4.3) Opsummering af "Debt buyback som fænomen"	49
5) Parterne i debt buybacks.....	51
5.1) Debitor/erhververen.....	51
5.1.1) Fordele for debitor/erhververen	51
5.1.2) Negative konsekvenser	55
5.2) Kreditor - sælger.....	56

5.3) Kreditor - de tilbageværende syndikatmedlemmer	56
5.3.1) Perspektiv 2a)	57
5.3.2) Perspektiv 2b) og 2c)	57
5.3.3) Perspektiv 6 - Konkursrisiko	57
5.3.4) Hvordan påvirker debt buyback kursen på det resterende syndikatlån?	57
5.4) Opsummering af "Parterne i debt buybacks"	61
6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa	63
6.1) Virksomhedens hjemland	63
6.2) Investorer i selskaberne	64
6.3) Tidspunktet for DBB	64
6.4) Kurs, og størrelse af DBB	65
6.5) Gennemførelsen af DBB	65
6.6) Virksomhedernes oplysning i årsrapporterne	65
6.7) Opsummering af "analyse af 30 debt buybacks i Europa"	65
7) Er debt buybacks tilladt under den "gamle" modelkontrakt?	67
7.1) Sponsor som erhverver	68
7.2) Et koncerninternt selskab som erhverver	68
7.3) Opsummering af "er debt buybacks tilladt under den "gamle" kontrakt?	72
8) Modelkontraktens klausul 30 <i>Debt Purchase Transactions</i>	73
8.1) Klausul 30.1, version 1 – Prohibition on Debt Purchase Transactions by the Group	74
8.2) Klausul 30.1, version 2 – Permitted <i>Debt Purchase Transactions</i>	75
8.3) Klausul 30.2 – erhverver udenfor skyldnerkoncernen	77
8.4) Opsummering – "Modelkontraktens klausul 30 <i>Debt Purchase Transactions</i> "	77
9) Konklusion	79
10) Perspektivering	82
10.1) Syndikatlånemarkedet i dag	82
10.2) Fremtiden for debt buybacks	83
11) Ordliste og forkortelser	84
12) Litteraturliste	86
12.1) Bøger	86
12.2) Artikler, Modelkontrakter og Markeds guider	87
Bilag 1	89

1) Indledning

1.2) Præsentation af emnet

Den finansielle sektor kan betegnes som værende i konstant udvikling. Ligesom der op til finanskrisen blev udviklet nye finansielle fænomener for at tilpasse sig den pågældende markedssituation, skete der i kølvandet på finanskrisen¹, efter 2007, en tilpasning til de nye markedsvilkår og nye fænomener opstod i den finansielle sektor. Et af disse nye fænomener var debt buybacks² (DBB) – hvilket indebærer at virksomheder køber deres egen gæld tilbage til under kurs pari³. DBB kan potentielt lade sig gøre, når et lån er oprettet som et syndikatlån.

Syndikatlån er, kort fortalt, når en række banker går sammen for at finansiere et større lån, som en enkelt bank ikke kan tage risikoen for alene. Lånet består af én låneaftale med samme vilkår men har flere kreditorer bag, som hver især yder en del af lånet. Efter lånets udstedelse har kreditorerne mulighed for at sælge deres del af lånet – eller en andel af deres lån til andre investorer. Salget af lånene foregår på det sekundære marked, der er derfor ikke offentligt tilgængelig information om, hvad lånene sælges til eller hvilke handler der foregår.

Før 2004 var det primært bankerne selv, der handlede med lånene. Når først syndikatet var færdigetablet, var syndikatmedlemmerne banker der ønskede at beholde lånet til udløb. Det betød at likviditeten i salget af lånene på det sekundære marked ikke var særlig stor og lånene kun blev solgt til lige omkring kurs pari⁴.

Dette ændrede sig i tiden op til finanskrisen, som var en tid præget af store investeringer og høj gearing. Institutionelle investorer såsom investeringsselskaber begyndte at interessere sig for syndikatlånemarkedet. Deres indtog på markedet fik likviditeten i både det primære og det sekundære marked til at øges betydeligt og fik handlernes antal og størrelse til at stige.

I forbindelse med finanskrisen, der begyndte i 2007 og kulminerede med krakket af Lehmann Brothers i september 2008, forsvandt de institutionelle investorer fra syndikatlånemarkedet, hvilket fik likviditeten til at falde betydeligt. Den manglende likviditet gjorde det svært for et nyoprettet syndikatlån, oprettet af nogle få banker, at blive solgt videre til en større kreds af syndikatmedlemmer, der var ingen interesserede købere. Derudover kom flere af bankerne under pres for at få mindsket

¹ Finanskrisen omtales i datid i afhandlingen, selvom det kan diskuteres om finanskrisen er slut endnu. Dette skyldes, at for emnets vedkommende, var det den del af finanskrisen som vedrørte den finansielle sektors kreditkrise som var af betydning, og kreditkrisen er ikke aktuel længere.

² *Debt buybacks* kan oversættes til dansk som gældstilbagekøb. Jeg har dog valgt at bruge den engelske betegnelse *debt buybacks*, da jeg ikke har set fænomenet blive omtalt som gældstilbagekøb.

³ Pari er den nominelle værdi af lånet

⁴ LMA (2011) s. 22+38

deres andel af risikofyldte eksponeringer. En del banker havde brug for likviditeten og måtte derfor sælge nogle af de store lån fra. Det betød at kursen på syndikatlånene faldt drastisk for første gang i syndikatlånemarkedets historie.

Syndikatlån opdeles typisk i to typer: *Investment Grade Loans* og *Leveraged Loans*⁵. *Investment Grade* er lån til låntagere, der er vurderet til BBB eller højere hos S&P⁶. *Leveraged Loans* er de højt gearede lån, som ofte udstedes i forbindelse med kapitalfondes Leveraged Buy Out (LBO) ved virksomhedsopkøb.

De højtgearede syndikatlån var dem der faldt mest i værdi under finanskrisen, eftersom behovet for mere sikre investeringer blev større. Der gik ikke lang tid før nogle af kapitalfondene anede muligheder i at købe gælden fra LBO virksomheden tilbage til en nedskreven værdi (debt buyback).

Det kom bag på markedet, herunder bankerne og brancheorganisationen Loan Market Association (LMA), at der kunne ske DBB. De næste måneder blev det diskuteret, hvorvidt DBB var tilladt under den nuværende modelkontrakt⁷.

Modelkontrakterne som bliver brugt på det Europæiske syndikatlånemarked er lavet af LMA. I kontrakterne var der før 2008 ikke taget stilling til hvorvidt DBB var tilladt eller ej, da det ikke var overvejet som en mulighed før finanskrisen. Resultatet blev en tilføjelse af en klausul (klausul 30) vedrørende DBB i modelkontrakten for Leveraged Facility Agreement (LFA) i september 2008. Modelkontrakterne fra LMA er et udgangspunkt for forhandling for parterne og klausulen vedrørende DBB afspejler dette, idet der stilles forskellige forslag til, hvordan DBB skal håndteres.

1.2) Problemformulering

Problemstilling

Finanskrisens indflydelse på syndikatlånemarkedet var meget markant. For første gang nogensinde faldt værdien på syndikatlånene til under kurs pari, hvilket fik nogle debitorer til at øjne mulighed for at købe egen gæld tilbage ”med rabat”. Debt buybacks blev diskuteret i branchen i 2007 og 2008, men der er efter mit vidende ikke blevet lavet en større samlet undersøgelse af fænomenet. Jeg har kun fundet diverse brancheartikler, som kort nævner nogle af facetterne ved DBB og avisartikler som overfladisk nævner det nye fænomen.

Debt buybacks førte til en ændring af modelkontrakten for de gearede syndikatlån i september 2008. Klausul 30, *Debt Purchases*, i modelkontrakten regulerer fremover muligheden for debt buybacks.

⁵ Se LMA (2011) s. 22.

⁶ Eller vurderet til Baa eller højere hos Moody's – Se LMA (2011) s. 22.

⁷ Bla. Kirkland (2008), og Berris (2008)

Der er dog mange "gamle"⁸ kontrakter, som stadig er gældende⁹. Spørgsmålet, om hvorvidt debt buybacks er tilladt under den "gamle" modelkontrakt, er derfor stadig relevant.

Afhandlingens formål er at behandle fænomenet DBB fra flere vinkler for at indkredse, hvad DBB indebærer. I analysen af klausul 30, der regulerer DBB fremadrettet, har jeg et kreditorvenligt perspektiv. Formålet er at afveje fordele og ulemper for kreditor ved klausulens udformning.

Undersøgelsesområder

- Identificering, beskrivelse og analyse af de forskellige typer debt buybacks.
- En beskrivelse og analyse af hvilke konsekvenser de forskellige typer debt buybacks har for de involverede parter.
- En analyse af om debt buybacks er tilladt under modelkontrakten før indførelsen af klausul 30.
- En analyse af hvilken betydning klausul 30 *Debt Purchases* har for kreditorerne.
- En undersøgelse af 30 debt buybacks foregået i Europa i perioden 2007-2012, herunder identificering af karakteristika ved de debt buybacks, der er foregået.

Dette leder mig frem til problemformulering for dette speciale.

"En analyse af debt buybacks i syndikatlånemarkedet"

1.3) Afgrænsning

Kreditors perspektiv

Jeg fokuserer som nævnt på betydningen af DBB i kreditors perspektiv. Debtors perspektiv ved DBB vil også blive diskuteret, men i mindre omfang. Dette er af hensyn til omfanget af opgaven men også af hensyn til at få en mere stringent opgave. Mit valg af indfaldsvinkel baseres på, at jeg som medarbejder i Nordea Bank Danmark A/S naturligt interesserer mig, for den risiko banken udsættes for i forbindelse med syndikatlån.

⁸ Med "gamle" menes her kontrakter indgået før indførelsen af klausul 30 *debt purchase transactions*

⁹ Den gennemsnitlige løbetid på de europæiske gearede lån er 6-7 år jf. SPcapitalIQ (2012) s 59. Der er dog ikke helt enighed om dette jf. LMA Guide 2 (2012) består de gearede lån typisk af tre lånefaciliteter a, b og c *term loans* som har en løbetid på hhv. 7, 8 og 9 år. Det betyder at nogle af kontrakterne uden regulering af DBB er gældende frem til efteråret 2017.

Seniorlån i gearede syndikatlån

I afhandlingen har jeg valgt kun at analysere de gearede syndikatlån, hvor LMAs Leveraged Facility Agreements (LFA), bliver brugt. Jeg vil dermed ikke komme ind på Investment Grade syndikatlån. Dette skyldes, at det især var i forbindelse med de gearede lån der blev lavet DBB. Dette ses også af modelkontrakterne fra LMA, hvor det kun er i LFA, at der er en klausul vedrørende DBB og ikke i modelkontrakten til Investment Grade syndikatlån. Jeg har derfor også valgt at sætte fokus på LFA i baggrundsbeskrivelsen. Jeg analyserer endvidere kun ud fra seniorlånene.

Modelkontrakterne

LMAs modelkontrakter bliver jævnligt opdateret. Min analyse tager udgangspunkt i LFA version 08 fra den 20. Januar 2012 (LFA 2012). Der er ikke sket væsentlige ændringer siden, der vil kunne påvirke mit fokusområde.

Jeg har gennemgået LFA version 03 fra maj 2007 (LFA 2007), for at se, om der har været ændringer i klausulerne, der kunne regulere DBB før indførelsen af klausul 30 *Debt Purchases*. Jeg har ikke fundet nogle ændringer fra version 03 til version 08, indenfor de områder jeg beskæftiger mig med i dette speciale. Mine henvisninger til modelkontrakten er derfor til LFA (2012) og ikke LFA (2007), da klausul numrene har ændret sig, men indholdet ikke har.

Interkreditoraftalen

Interkreditoraftalen, som regulerer gælds-tranchernes indbyrdes forhold, bliver omtalt og henvist til i overordnede termer. Jeg laver ikke analyse af interkreditoraftalen, da det er et meget omfattende dokument, som jeg ikke kan nå at komme ordentlig til bunds i med den tid og plads jeg har til rådighed.

Prissætningen af syndikatlån og trade finance

Jeg har valgt ikke at skrive om finansmarkedets virke herunder trade finance, da det bliver for omfattende for kandidatafhandlingen og ikke er direkte relevant for DBB. Jeg kommer derfor ikke ind på de nærmere omstændigheder i fastsættelsen af prisen på syndikatlån på det sekundære marked og værdipapirmæglernes virke. Aktieprissætning vil ligeledes kun blive omtalt generelt.

Skattemæssige forhold

Jeg nævner de skattemæssige forhold for debitor i forbindelse med DBB, men har valgt ikke at gå i dybden med dette. En analyse og beskrivelse af de skattemæssige konsekvenser i forbindelse med DBB vil efter min overbevisning kunne være en afhandling for sig selv.

1.4) Metode

Erhvervsjuridisk metode

Afhandlingen er baseret på den erhvervsjuridiske metode, som er "*en erhvervsorienteret anvendelse af traditionel juridisk metode i samspil med økonomi*"¹⁰.

Metoden har en problemorienteret tilgang¹¹, hvor økonomiske teorier og gældende ret bruges integreret til at nå frem til efficiente løsninger for virksomheden.

Afhandlingen tager udgangspunkt i banken, som det ønskes at finde efficiente løsninger for. DBB ses som et potentielt problem, der kan skabe større risiko for banken. Det søges derfor afdækket gennem økonomisk teori, hvorvidt fænomenet skaber værdi og hvilken risiko det udgør for banken. Der redegøres herefter for, hvordan der kontraktmæssigt (gennem juridiske beslutninger) kan reguleres for fænomenet, for at sikre de ønskede resultater. Denne tilgang er en kontraktøkonomisk metode, som er en del af den juridiske metode. I kontraktøkonomien tages der højde for at den rette udformning af kontrakterne har både økonomiske og juridiske konsekvenser¹².

Opgaven er ikke delt op i en juridisk og en økonomisk del, da emnet kræver at økonomi og jura bliver brugt i samspil hele vejen igennem.

Juridisk metode

Den juridiske fremgangsmåde i afhandlingen er den retsdogmatiske metode, som kort beskrevet er at analysere og fortolke relevante retskilder, som det formodes, en domstol vil lægge til grund i en given sag¹³. Formålet er således at udlede gældende¹⁴.

Der er meget lidt domspraksis vedr. syndikerede lån, og de to domme jeg har fundet har ikke relevans for problemstillingerne i afhandlingen. Der bliver derfor ikke henvist til retspraksis vedrørende syndikerede lån.

Formålet med afhandlingen er afdække et lidet beskrevet fænomen for et dansk publikum. Jeg har derfor valgt at se problemstillingerne i lyset af dansk ret, da afhandlingen retter sig mod et dansk publikum, selvom modelkontrakternes lovvalg er engelsk ret. Dansk ret er desuden valgt som fortolkningsgrundlag, fordi jeg ikke har forudsætningerne for at vurdere efter engelsk ret, da mit studieforløb har omhandlet dansk ret. Jeg vil dog kort komme ind på generelle forskelle mellem dansk og engelsk ret.

¹⁰ Nielsen (2011) s. 448

¹¹ Østergaard (2003) s. 9

¹² Østergaard (2003) s. 12

¹³ Nielsen (2011) s. 448

¹⁴ Østergaard (2003) s. 5

Økonomisk metode

Til beskrivelse og analyse af DBB benyttes generelle mikroøkonomiske teorier og finansieringsteorier. Der laves endvidere et mindre "case study" af 30 DBB, som der er fundet data om fra bla. artikler og virksomhedernes årsrapporter.

Kildekritik:

I afhandlingen benyttes en stor mængde litteratur, som har forskellig akademisk status, hvilket vil blive gennemgået her.

Primærlitteratur, særligt modelkontrakten LFA, er af stor betydning for analysen i opgaven.

Modelkontrakten bruges også i beskrivelsen af syndikatlån for at redegøre for parternes retsstilling. Endvidere har jeg sammenholdt modelkontrakten med to anonymiserede syndikatlånskontrakter fra Nordea Bank Danmark. Jeg har derigennem dannet mig et indtryk af, at modelkontrakten bruges meget tekstnært i forbindelse med den endelige kontraktudformning mellem parterne.

Den akademiske litteratur benyttes til generel økonomisk og juridisk teori og analyse.

Herudover benyttes der i stort omfang branchemateriale, hvilket har været nødvendigt, da DBB, som nævnt, ikke er beskrevet i den akademiske litteratur. Branchematerialet anses som validt, når det er fra brancheorganisationerne og fra advokathuse.

Øvrigt branchemateriale, som har status af artikler i fagblade eller avisartikler benyttes i mindre omfang og kun til at beskrive, hvad der er blevet diskuteret i medierne og således ikke til at drage konklusioner eller analysere ud fra.

Endelig har jeg haft fornøjelsen af længere interviews med to markedsdeltagere:

Senior kreditanalytiker Peter Møller Pedersen fra kreditafdelingen i Norda Bank Danmark og

Senior manager Susanna Bjerrum Poulsen fra Corporate tax, M&A Group i PWC, København,.

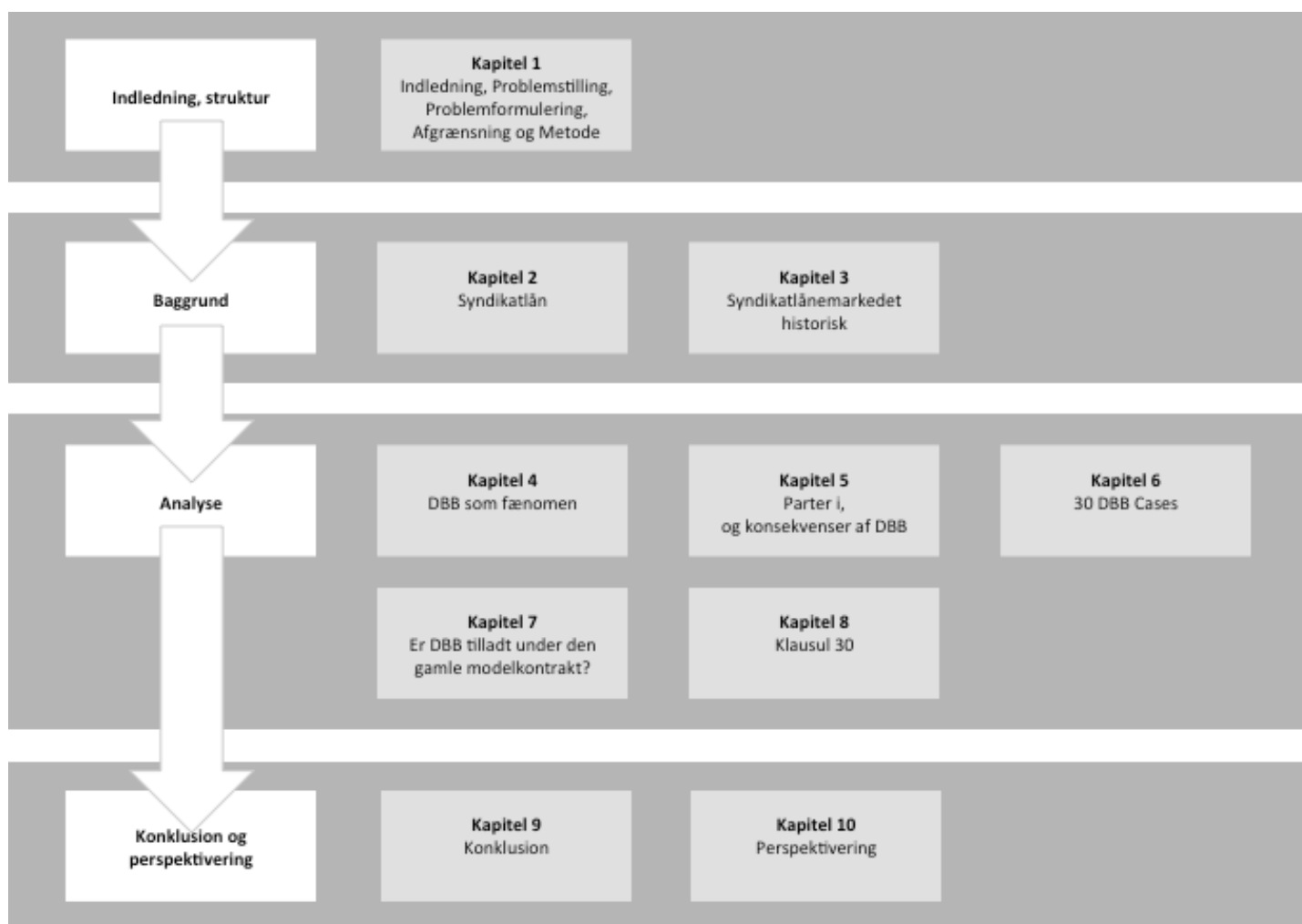
Samtalerne har hjulpet til forståelse af nogle af mekanismerne ved henholdsvis DBB og syndikatlånemarkedet. Information fra markedsdeltagerne er angivet, når det er brugt. På baggrund af den information jeg har brugt fra de to markedsdeltagere, mener jeg ikke at deres eventuelle biased vinkel på problematikken kan have indflydelse på den analyse der bliver lavet.

1.5) Struktur

Jeg vil her kort redegøre for strukturen i afhandlingen. Strukturen er desuden illustreret nedenfor i et diagram.

1. Del indeholder optakten til afhandlingen, som er indledning, problemformulering, metode og afgrænsning
2. Del er baggrundsdelen, som sætter rammerne DBB er foregået indenfor. Dette sker med en beskrivelse af syndikatlån (kapitel 2) og en beskrivelse af syndikatlånemarkedet historisk henholdsvis før og under finanskrisen (kapitel 3)
3. Del er analysedelen. Den ene del af analysen (kapitel 4, 5 og 6) vedrører DBB generelt. Det identificeres, hvilke transaktioner DBB dækker over og hvilke konsekvenser DBB har for parterne. Til slut analyseres 30 DBB cases. Den anden del af analysen (kapitel 7 og 8) vedrører nogle DBB perspektiver set ud fra modelkontrakten.
4. Del indeholder konklusion og perspektivering

Når der henvises til klausuler i afhandlingen er det en henvisning til den specifikke klausul i modelkontrakten LFA (2012), som der jf. afsnit 1.4) Metode tages udgangspunkt i.



2) Syndikatlån

I dette afsnit vil syndikatlån og retsstillingen mellem parterne i et syndikatlån blive beskrevet og diskuteret på baggrund af et litteraturstudie og primærdokumenter så som modelkontrakten til gearede syndikatlån LFA (2012).

2.1) Hvad er et syndikatlån

Et syndikatlån er *"Et lån givet af to eller flere låneinstitutter på ens vilkår, med brug af fælles dokumentation og administreret af en fælles agent"*¹⁵.

Alle betalinger under låneaftalen går igennem *Agenten*. Dette gælder såvel renter og afdrag fra låntager til långiverne, ligesom det gælder midler fra långiverne til låntager¹⁶.

Selvom långiverne er under samme lånedokumentation og som udgangspunkt kun har kontakt til låntager gennem *Agenten*, er lånene der ydes individuelle. Det betyder, at man som långiver ikke forpligtes af de øvrige långiveres tilsagn om lån¹⁷. Individualiteten i lånene fremgår også i låntagers krav mod låntager jf. klausul 2.3b: *"The rights of each Finance Party... ...are separate and independent rights and any debt arising... ...shall be separate and independent debt."*. Det er altså separate lån men udstedt med et fælles dokument og gennem en fælles agent. Den enkelte kreditor kan derfor gøre sit krav gældende direkte overfor låntager¹⁸.

Muligheden for at gøre sit krav gældende direkte overfor låntager er dog begrænset, idet der samtidig er pro rata deling mellem syndikatmedlemmerne jf. klausul 34. Princippet bag pro rata deling bliver nogle gange kaldt *equal misery*¹⁹ og støtter lighedstanken i et syndikat²⁰. Hvis långiver gør sit krav gældende ad rettens vej, skal låntager først tilbyde de andre långivere at være med i en retsforfølgelse. Vælger de ikke at deltage, skal beløbet der måtte komme ud af en retsforfølgelse ikke deles pro rata men tilfalder sagsøgeren jf. klausul 34.5.

Nedenstående figur illustrerer parterne i et syndikatlån og nogle af de overordnede forpligtelser mellem parterne.

¹⁵ Frit oversat fra Hurn (1990), s. 1

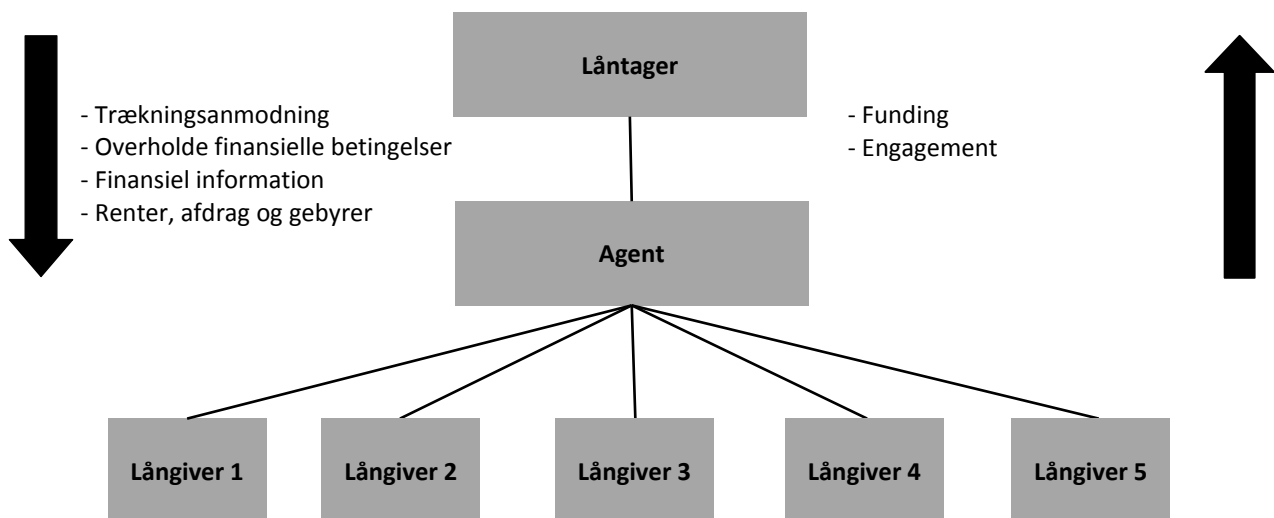
¹⁶ LMA Guide 1 (2012) s. 3 og jf. LFA (2012) klausul 35

¹⁷ jf. klausul 2.3a: *"The obligations of each Finance Party under the Finance Documents are several... ...No Finance Party is responsible for the obligations of any other Finance Party under the Finance Documents"*

¹⁸ Jf. klausul 2.3c

¹⁹ Proctor (2010) 21.34

²⁰ Pro rata delingen har den konsekvens, at hvis en långiver modtager afdrag uden om *Agenten*, skal dette meddeles *Agenten*. *Agenten* tager herefter stilling til, hvorvidt långiveren har ret til beløbet eller om låntager skal betale beløbet til *Agenten*, som herefter sørger for pro rata deling. (jf. klausul 34)



Figur 1 Parterne i et syndikeret lån

Kilde: Egen tilvirkning, baseret på Rohdes (2009) s. Xiii

2.2) Formålet med syndikatlån²¹

Syndikatlån giver mulighed for at kunne låne større beløb, da kreditrisikoen bliver fordelt over flere långivere. Syndikatlån er derfor kun forekommende når låntager har et større finansieringsbehov, end en enkelt bank kan tilbyde at yde. Ved gearede syndikatlån er grænsen for hvor stor en andel den enkelte långiver kan og vil tegne sig for som udgangspunkt mindre end ved et Investment Grade lån, da risikoen er større.

2.2.1) Låntagers perspektiv

Alternativet til et syndikatlån for låntageren er en række billaterale lån, som skal forhandles med de enkelte banker. Fordelen for låntager ved et syndikatlån er:

- 1) Låntager skal kun forhandle om vilkårene for en enkelt kontrakt, hvilket betyder at etableringsomkostninger er mindre.
- 2) Lånet kan blive udstedt, som et samlet lån .
- 3) Tidsmæssigt er det ofte hurtigere at få udstedt et syndikatlån end en række billaterale lån.

Især de sidste to faktorer er særlig vigtigt i forbindelse med virksomhedsopkøb, hvor købesummen skal på plads hurtigt og i et samlet hele.

²¹ Afsnittet er skrevet på baggrund af: Tamasauskus (2006) s 269 ff, LMA Guide 1 (2012), Mehta (2004) s 102.

Til gengæld bærer låntager risikoen for, at en af långiverne ikke kan levere lånbetøbet. Denne risiko er alt andet lige større, når man skal have lånbetøb fra flere långivere og ikke kun en enkelt. Som nævnt hæfter de enkelte syndikatmedlemmer ikke for hinanden, så låntager bærer risikoen for at et af syndikatmedlemmerne misligholder aftalen og ikke leverer sin del af betøbet²². Dette kan have store konsekvenser f.eks. i forbindelse med et virksomhedskøb. Til gengæld ville det være samme risiko låntager bar ved alternativet til syndikatlånet, som er en række bilaterale lån.

2.2.2) Långivers perspektiv

For långiver er fordelene ved syndikatlån styrken ved at være en del af et syndikat herunder at reducere risikoen for misligholdelse, da syndikatet i nogen grad kan forhindre låntager adgang til de finansielle markeder. Syndikatet giver også långiver mulighed for at kommunikere med de andre syndikatmedlemmer og dermed have øget ekspertise og information vedr. lånet. Desuden er der en aktiv handel på det sekundære marked med andele i syndikatlån. Muligheden for at sælge ud af sin deltagelse i lånet i løbet af lånets løbetid giver långiver en øget fleksibilitet som har flere fordele:

- 1) Mulighed for at diversificere/optimere låneporteføljen.
- 2) Mulighed for at realisere kapital og dermed kunne indgå i andre mere profitable udlån.
- 3) Mulighed for at realisere et tab ved at sælge det nedskrevne lån.
- 4) Mulighed for at indrette sig efter regulativer.

Banker og andre finansielle institutioner er underlagt en række regulativer, heriblandt et minimumskapitalkrav og en begrænsning på størrelsen af enkelt-engagementer. I kølvandet på finanskrisen er regulativerne blevet skærpet herunder kravene fra Basel III og for danske aktører også Tilsynsdiamanten. Begge dele bliver indfaset over de næste par år.

2.3) Låntagerens gældsstruktur

De gearede syndikatlån er typisk forekommende i forbindelse med kapitalfondes virksomhedsopkøb gennemført som Leveraged Buy Out (LBO)²³.

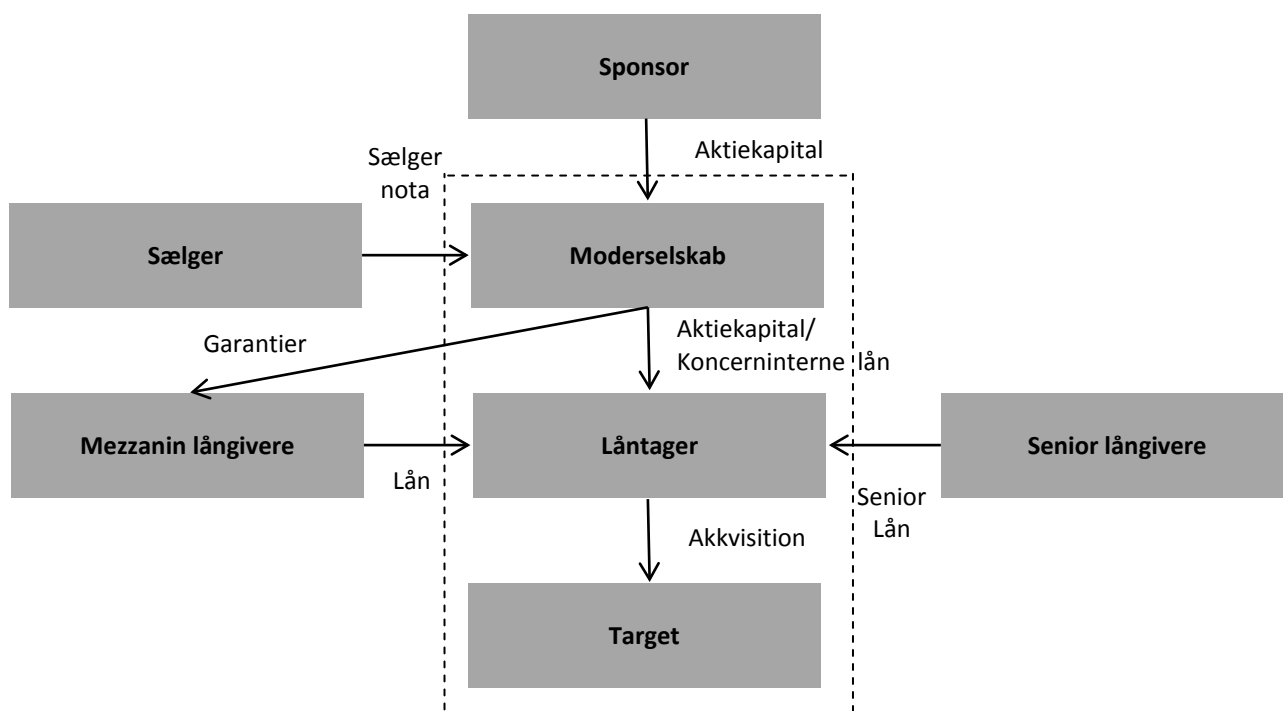
Figur 2 viser den traditionelle gældsstruktur i forbindelse med en europæisk LBO. Det er forudsat i LMAs modelkontrakt til gearede syndikatlån²⁴, at gældsstrukturen er opbygget på denne måde.

²² Proctor (2010) ch. 21

²³ LBO er et virksomhedsopkøb *baseret på lånekapital mod sikkerhedsstillelse i form af kapitalandele eller aktiver knyttet til den overtagne virksomhed*. Hansen (2009) s 713. I Europa bruger man dog udtrykket LBO om al sponsor relateret aktivitet -også refinansiering og rekapitalisering og altså ikke kun virksomhedsopkøb. SPcapitalIQ (2012) s 7.

²⁴ LFA (2012), modelkontrakten der henvises til igennem opgaven

Sponsoren (ofte en kapitalfond) opretter et holdingselskab, som får status af moderselskab i gældsstrukturen. En eventuel sælgernota²⁵ udstedes til moderselskabet. Moderselskabet opretter et nyt holdingselskab (et SPV), som der ydes både aktiekapital og koncerninterne lån til. SPVet fungerer som låntager og køber af *Target*. Lånene består dels af Mezzanin lån og dels af senior lån (Det er seniorlånene, der er fokus for afhandlingen). Begge lån er lavet som syndikatlån og udstedes til Låntageren. Den stiplede linje i figuren angiver den del af selskabsstrukturen der hører til skyldnerkoncernen. Der kan være flere holdingselskaber i selskabsstrukturen og *Target* kan have datterselskaber, figuren er derfor en lidt forsimplet model.



Figur 2 Låntagerens gældsstruktur

Kilde: Egen udformning, baseret på LMA Guide 3 (2010) s. 7

Som navnet antyder, sker der en høj gearing af virksomheden i forbindelse med en LBO. En virksomheds finansielle gearing er en beskrivelse af, hvor stor en andel fremmedkapitalen udgør af den samlede kapital i virksomheden. Ved en LBO kan gearingen være op til 90%²⁶, hvilket betyder at egenkapitalen kun udgør 10%, mens fremmedkapitalen udgør 90%.

²⁵ Sælgernota (vendor note) er en aftale om sælgerkredit.

²⁶ Brealey (2011) s. 744

Ved indgåelse af et syndikatlån er det koncernen (*the Group*), der indgås aftale med. Aftalen indgås mellem syndikatmedlemmerne, Moderselskabet (*The Parent*) og datterselskaber (*subsidiaries*) til Moderselskabet²⁷. Moderselskabet er typisk kautionist i kontrakten og det er Moderselskabet, der fungerer som primær kontakt vedrørende lånet. Jeg omtaler koncernen (jf. den stiplede linje i figur 2) som skyldnerkoncernen, da samtlige selskaber i koncernen indgår direkte eller indirekte som enten låntagere eller kautionister i lånekontrakten.

2.4) Etablering af et syndikatlån²⁸

Sponsoren (kapitalfonden) tager initiativ til oprettelsen af syndikatlånet ved at kontakte en eller flere større banker, som i forvejen er samarbejdspartnere med *Sponsoren*.

Banken/bankerne rådgiver *Sponsoren* om hvilke faciliteter, der er behov og forhandler de grundlæggende vilkår for lånet herunder finansielle covenants²⁹, løbetid og pris med *Sponsoren*. Dette vil udmunde i et *term sheet*, som opsummerer de vigtigste vilkår og betingelser for lånet. Når de er nået til enighed om *term sheet*, giver *Sponsoren* banken/bankerne, mandat til at være *Arranger(s)* på aftalen, dvs. mandat til at arrangere syndikeringen af lånet ud fra de aftalte vilkår (*term sheet*).

I fællesskab udarbejdes der et *information memorandum*, som beskriver låntagers virksomhedsområde, ledelse og fremtidsudsigter. *Information memorandum*, skal bruges i forbindelse med syndikeringen, således at interesserede potentielle syndikatmedlemmer, kan få et oplyst billede af virksomheden og risikoprofilen.

Herudover besluttet det, hvem der skal være *Agent* på syndikatlånet. *Agenten* er den der administrerer lånet for syndikatmedlemmerne. Ved udstedelse af lånet indbetales låneydelserne fra de enkelte syndikatmedlemmer til *Agenten*, som herefter udbetaler det samlede lån til låntager. Når der betales renter og evt. afdrag på lånet, sker det også til *Agenten*, som herefter udbetaler til de enkelte syndikatmedlemmer. Endvidere har *Agenten* ansvaret for *the syndication book*, som er en opdateret opgørelse over, hvem der til enhver tid ejer hvilke dele af syndikatlånet.

²⁷ Jf. LFA (2012) *This Agreement*

²⁸ Afsnittet er skrevet på baggrund af: LMA Guide 1 (2012), LMA Guide 2 (2012), Tamasauskus (2006) s 271 ff og Hurn (1990) s 18 ff. Det er kun de overordnede linjer i etableringen, der gennemgås.

²⁹ I stedet for covenants kan man på dansk tale om "*låntagerens særlige forpligtelser*", men ofte bruges covenants som udtryk i dansk-sprogede låneaftaler. Covenants er "*kontraktuelle bestemmelser, der forpligter låntageren til at udvise en given adfærd*" Tamasauskas (2006) s 389.

Selve syndikeringen foregår i flere faser:

1. Første fase: *The Arranger(s)* finder *Co-Arrangers*, som kan være med til at udstede primær-lånet.
2. Anden fase: *Signing/underwriting* dvs. syndikatlånekontrakten underskrives
3. Tredje fase: *The Arranger(s)* og *Co-Arrangers* yder lånet
4. Fjerde fase: Lånet splittes op og sælges på det sekundære marked. Dette giver bl.a. mulighed for deltagelse af mindre långivere, der ellers ikke ville kunne få del i den type lån.
5. Femte fase: I løbet af lånets løbetid, handles lånet på det sekundære marked.

Lånet kan ydes relativt hurtigt, netop fordi syndikeringen foregår i faser, således at antallet af syndikatmedlemmer er begrænset i de første faser, hvor de enkelte medlemmer ofte tegner sig for en større andel af lånet, end de har interesse i. Dette kan lade sig gøre fordi der er forventning om at kunne sælge en del af deres deltagelse i lånet umiddelbart efter lånet er udstedt (4. Fase)

2.4.1 Lånefaciliteterne

Syndikatlånet består typisk af tre *term loans*³⁰ og en revolverende kreditfacilitet³¹. De tre *term loans* kaldes facilitet A, B og C eller *term loan* A, B og C. Facilitet A har typisk 7 års løbetid og bliver amortiseret, mens facilitet B og C typisk har hhv. 8 og 9 års løbetid og er lavet som en *bullet payment*, dvs. det er lån uden afdrag i løbetiden.

Der er som oftest flere kreditorer til hvert term loan og typisk har hver enkelt kreditor andel i alle lånefaciliteterne.

2.4.2 Gebyrer og prissætning i syndikatlån

Der er et mange typer af gebyrer i syndikatlånene. F.eks. modtager *Arranger* et gebyr på baggrund af lånebeløbets størrelse. (typisk en promille af lånebeløbet) og Agenten modtager et årligt gebyr udover løbende gebyrer i forbindelse med f.eks. kreditorskifte³²

Renten på lånet³³ er Libor eller Euribor³⁴ plus en fastsat margin opgjort i basispoint³⁵ (bps) over. Det er således en fleks-rente, som er afhængig af bankernes gennemsnitlige omkostninger ved funding.

³⁰ *Term Loan* er et lån ydet med en forud fastsat løbetid og afvikling (Danske Bank, finansiel ordbog på nettet)

³¹ En revolverende kreditfacilitet er en kassekredit med en fastlagt løbetid.

³² Se fx Altunbas (2006) s. 8

³³ Se fx SPCapitalIQ (2012) s. 13

³⁴ Libor: London Interbank Offered Rate og Euribor: Europe Interbank Offered Rate. Angiver den rente bankerne kan funde til

³⁵ 1/100 procent.

2.4.3 Interkreditoraftalen

Interkreditoraftalen regulerer forholdet mellem kreditorerne til låntager. Blandt andet fastsættes kreditorrækkefølgen til at være³⁶:

- 1) Senior lån og hedging forpligtelser.
- 2) Mezzanin lån.
- 3) koncerninterne forpligtelser. Moderselskabs-forpligtelser og subordinerede forpligtelser.

2.5) Syndikatlån i Danmark

I Danmark er det kun de største danske banker, der er parter i syndikatlån; Nordea Markets, Danske Bank og Nykredit³⁷. Årsagen til dette er for det første, at banken skal have størrelsen til at kunne være med i udstedelsen af så store lån og for det andet, at banken skal have et internationalt apparat til at kunne håndtere det³⁸.

Der er sjældent, at der er mindre danske banker som køber dele af lån på det sekundære marked. Oftest er det institutionelle investorer, der køber dele af de syndikerede lån på det sekundære marked³⁹.

De danske banker har en national tilgang. Det betyder, at de som regel indgår i syndikater, der vedrører danske virksomheder. Lånene kan dog have et internationalt tilsnit f.eks. at virksomheden har en udenlandsk ejer, eller at den danske virksomhed, skal bruge lånet til opkøb af virksomheder i udlandet⁴⁰.

Danske banker, der er parter i et syndikatlån, agerer på et internationalt marked, da lånene som hovedreglen udstedes i samarbejde med udenlandske banker, idet der ofte ikke er kapacitet nok til udstedelsen med de få markedsdeltagere i Danmark. Endvidere er kontrakterne udarbejdet efter LMAs modelkontrakter, som giver eksklusiv kompetence til de engelske domstole og fastlægger lovvalget til Engelsk lov⁴¹.

Figur 3 viser udviklingen syndikatlånsudstedelser i Danmark.

³⁶ Jf. LMA Guide 4 (2009)

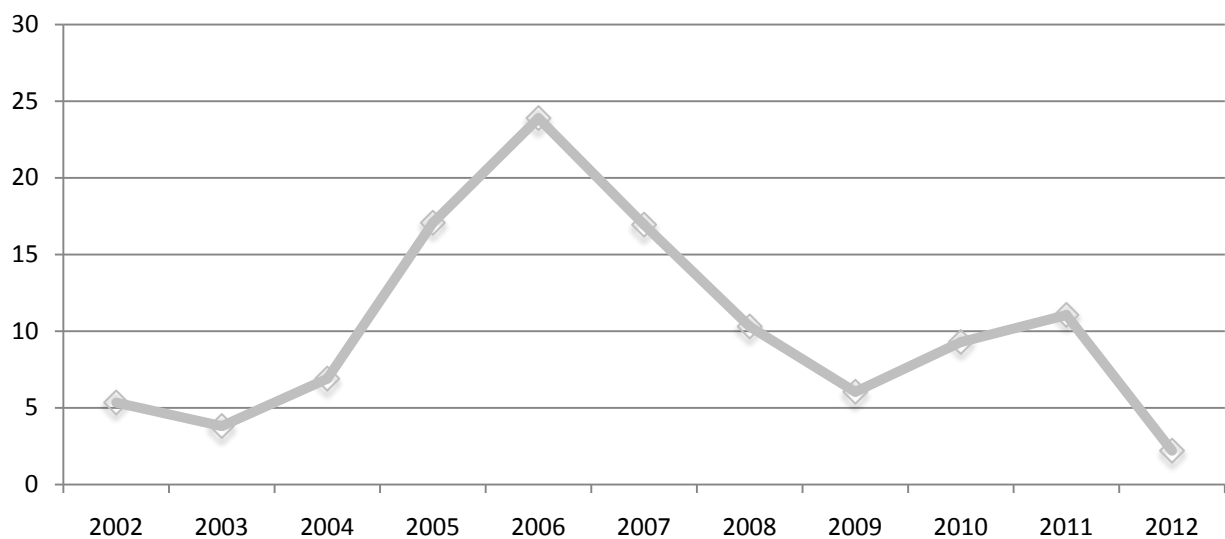
³⁷ Kilde: Dataudtræk fra Dealogic

³⁸ Jf. Interview med Peter Møller Pedersen, Nordea Bank Danmark

³⁹ Jf. Interview med Peter Møller Pedersen, Nordea Bank Danmark

⁴⁰ Jf. Interview med Peter Møller Pedersen, Nordea Bank Danmark

⁴¹ LFA klausul 44 og 45. I den tid jeg har haft adgang til LMA's dokumentmateriale, er der dog dukket flere dokumenter op med ikke engelsk lovgivning. Som standard-modelkontrakt er det stadig engelsk ret der er gældende og jf. de to kontrakter fra Nordea jeg har set på, er det også engelsk lov, der er gældende,



Figur 3: Udviklingen i volumen af syndikatlåns-udstedelser i Danmark i € mia.

Kilde: Graf lavet på baggrund af dataudtræk fra Dealogic.

2.6) Loan Market Association og modelkontrakterne

2.6.1) Loan Market Association

Loan Market Association (LMA) er en brancheorganisation for syndikatlånemarkedets deltagere. Der afholdes kurser og laves markedsguides og markedsundersøgelser for udviklingen af syndikatlånemarkedet. Herudover er et væsentligt virke for LMA at udstede retningslinjer for syndikatlånemarkedet. Som en del af dette er der udformet modelkontrakter til transaktionerne i syndikatlånemarkedet heriblandt Leveraged Facility Agreement, LFA (2012), som er kontrakten der analyseres ud fra her i nærværende afhandling.

LMA blev oprettet i 1996, som respons på udviklingen af det sekundære markeds handel med syndikatlån⁴². Oprettelsen af LMA førte til at lånedokumentationen på det europæiske marked blev mere ensrettet⁴³. Der var oprindeligt 7 medlemmer men organisationen voksede hurtigt. I dag har LMA 490 medlemmer fordelt på 46 nationaliteter. Medlemmerne består af markedsdeltagere såsom banker, institutionelle investorer, advokatfirmaer og ratingbureauer⁴⁴.

⁴² LMA (2011) s.8

⁴³ LMA (2011) s 41.

⁴⁴ Jf. LMAs hjemmeside www.lma.eu.com

2.6.2) Modelkontrakterne

En modelkontrakt er en anbefaling til, hvordan en kontrakt til en given transaktion skal se ud. Ofte er der forslag til forskellige vilkår i de enkelte klausuler af kontrakten, hvor forhandlingerne parterne imellem kommer til at afgøre, hvilken version, der skal være gældende. Modelkontrakten er et godt udgangspunkt for forhandlingerne, så parterne kan sikre sig, at de får det hele med.

Modelkontrakter bliver normalt udarbejdet på baggrund af forhandlinger mellem markedsrepræsentanter for begge parter i kontrakten, så kontrakterne bliver så ligebyrdige som muligt. Modelkontrakten til de gearede syndikatlån (LFA) er ikke udarbejdet i samarbejde med en låntager brancheorganisation. Det er modelkontrakten til Investment Grade lån til gengæld, hvor The Association of Corporate Treasurers (ACT) har været med til at forhandle vilkårene på plads.

Modelkontrakten til Investment Grade loans og LFA ligner hinanden på mange punkter, men der er flere restriktioner for debitor i LFA, da et gearet lån udgør en større risiko for kreditor.

Modelkontrakten bliver brugt meget tekstnært i branchen⁴⁵, hvilket jeg også har kunnet erfare ved at sammenligne med to konkrete kontrakter, jeg har fået i anonymiseret form fra Nordea Bank Danmark.

2.7) Kreditorskifte i syndikatlån – Det sekundære lånemarked⁴⁶

En transaktion med syndikatlån på det sekundære marked foregår typisk igennem en værdipapirmægler.

Det er primært de gearede syndikatlån, som bliver solgt på det sekundære marked. Dette har den naturlige forklaring, at gearede syndikatlån er en mere risikofyldt investering, og at der blandt investorer derfor typisk foretrækkes en mindre volumen af et gearet syndikatlån end af et investment grade lån. En stor del af det sekundære marked vedrører slipstrømmen fra den primære syndikering af de gearede syndikatlån. En stor del af salget på det sekundære marked sker altså umiddelbart efter syndikeringen har fundet sted.

2.7.1) Novation, Assignment eller Participation

Salg af lån på det sekundære marked kan ske på forskellig vis. De tre mest almindelige måder er:

Novation: Den nye långiver (erhververen) indgår i et direkte forhold med låntager og de øvrige syndikatmedlemmer. Dvs. erhververen overtager samtlige rettigheder og forpligtelser. Låntager og Agenten skal godkende den nye långiver. Novation er den eneste måde hvorved en långiver kan

⁴⁵ Jf. markedsdeltager. Dette passer desuden overens med den sammenligning jeg har foretaget mellem to anonymiserede syndikatlånekontrakter fra Nordea og modelkontrakten (jf.1.4) Metode).

⁴⁶ Proctor (2010) ch. 22, LMA (2011) ch 3 og LMA Guide 1 (2012)

overdrage samtlige sine rettigheder og forpligtelser. Novation omtales også som *transfer* i modelkontrakten, da rettigheder og forpligtelser "transporteres".

Assignment (overdragelse): *Assignment* er en overdragelse af rettigheder men ikke forpligtelser. Erhververen har ret til renteindtægter, kan lægge sag an mod låntager osv. Forpligtelsen til at yde låne-midler under låneaftalen er stadig den gamle långivers. Erhververen er i stedet forpligtet til at levere eventuel funding under låneaftalen direkte til den gamle långiver.

Participation (deltagelse): Participation kan være fortroligt, da det ikke kræver låntagers godkendelse. Det kan være en aftale alene mellem køberen (deltageren) og långiveren. Deltagelsen kan være i form af *funded participation*, hvor deltageren betaler den eksisterende långiver en del af eller det samlede lånebeløb, som den eksisterende långiver er forpligtet til under låneaftalen. Alternativt kan det være en *risk participation*, hvor deltageren ikke umiddelbart skal yde et beløb, men mod betaling forpligter sig til at levere funding i tilfælde af at låntager misligholder betalingen.

I 60'erne og 70'erne blev lånene solgt primært som *Participation*, men i dag er den mest almindelige form for salg *Novation* eller *Assignment*⁴⁷. Assignment og Novation er mere eller mindre det samme, når der ikke er funding forpligtelse fra kreditors side. Den primære forskel kommer her til at ligge i dokumentationen til salget.

Ved novation eller assignment, skal den nye fordringshaver registreres i *The Syndication Book*, der som nævnt er en opgørelse over, hvem der ejer hvilke dele af lånet til enhver tid. *Agenten* modtager et gebyr fra den nye fordringshaver i forbindelse med købet⁴⁸.

2.7.2) Information om det sekundære lånemarked

Informationen om handlerne på det sekundære marked er meget sparsomme. Fordi det er private transaktioner, er der ikke krav om offentliggørelse af handlerne. Derfor er opgørelser der findes over volumen af det sekundære marked (som fx. figur 10 i næste kapital) baseret på estimer⁴⁹.

Man kan stille tvivl om opgørelsernes validitet, da de er udarbejdet på baggrund af et meget lille datamateriale. Fx. baseres estimatet fra Thomson Reuters sig på blot 15-20 markedsdeltagere.

⁴⁷ LMA guide 1 (2012)

⁴⁸ LFA (2012) klausul 29.3

⁴⁹ Fx Markit European Loan Volume Survey: 3Q12 og Thomson Reuters LPC Secondary Loan Trading Volume Survey 2012

2.7.3) Hvem kan der sælges til?

Der er restriktioner for, hvem der kan sælges andele til i et syndikatlån. Restriktionerne er især lavet af hensyn til debitor, som kan have interesse i, at det er nogle professionelle markedsdeltagere denne skal forhandle med, hvis der skal laves ændringer til kontrakten undervejs. Endvidere kan debitor have interesse i, at der ikke sælges til nogle af debtors markeds konkurrenter, da det vil kunne give konkurrenten indsigt i debtors finansielle situation⁵⁰. Jeg kan dog også forestille mig at de øvrige syndikatmedlemmer kan have en interesse i, at det er professionelle markedsdeltagere, de er i syndikat med, da dette gør et samarbejde lettere i tilfælde af misligholdelse af lånet. Modsat trækker kreditors behov for at stå så frit som muligt i forbindelse med videresalg af fordringer.

Hvem der kan sælges til er fastsat i LFA (2012) klausul 29.1 *Changes to the Lenders*, hvor der står, at det tilladt at overføre sine rettigheder og forpligtelser ved novation eller assignment til:

"...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."

Klausulen er meget bredt formuleret, og der er i princippet mange typer virksomheder, der kan blive omfattet af ordlyden⁵¹.

2.8) Kreditorskifte i syndikatlån set i obligationsretligt perspektiv

Syndikatlån er en del af det finansielle marked, hvor der bruges specielle udtryk til at beskrive forholdene. For at gøre det juridisk mere overskueligt vil jeg i det følgende beskrive syndikatlånene og DBB i en dansk obligationsretlig kontekst.

2.8.1) Lån vs. fordringer

Syndikatlån, eller rettere andele i syndikatlån, bliver, som nævnt tidligere, handlet på det sekundære marked. I den finansielle terminologi er der tale om lån eller dele af lån der transporteres ved *Novation* eller *Assignment*. I obligationsretlig terminologi er der derimod kun tale om et lån, når der er gensidighed imellem parterne⁵², dvs. at långiver har en forpligtelse overfor låntager til at yde et pengebeløb, mens låntager har en forpligtelse overfor långiver til at betale renter og afdrag i henhold til det aftalte⁵³.

⁵⁰ ACT (2008) s. 182

⁵¹ ACT (2008) s. 181

⁵² Tamasauskas (2006) s. 73

⁵³ Der bliver her taget udgangspunkt i pengelån, selvom man også kan bruge udtrykket lån om andet end penge.

Lånene under syndikatet er som oftest en engangsudbetaling⁵⁴, hvilket medfører, at man obligationsretligt vil beskrive kreditor, som er med til udstedelsen af lånet som långiver, mens erhververen på det sekundære marked vil være fordringshaver efter gennemførelsen af handlen, da det herefter er et ensidigt skyldforhold mellem skyldneren (den tidligere låntager) og erhververen (den nye fordringshaver).

Gælds-terminologi	Fordrings-terminologi	Lån (Modelkontraktens) terminologi
Gæld	Fordring	Lån
Kreditor	Fordringshaver	Långiver (Existing Lender)
Debitor	Skyldner	Låntager (<i>Borrower</i>)
Ny kreditor	Erhverver	Ny Långiver (<i>New Lender</i>)

Figur 4: Parterne i skyldforhold – de forskellige terminologier.

Kilde: Egen tilvirkning

I modelkontrakten omtales erhververen, som *"the New Lender"*, ligesom det specificeres at erhververen bliver långiver på lige fod med de øvrige syndikatmedlemmer: *"the New Lender shall become a Party as a "Lender".*"⁵⁵ Fordelen ved at fastholde lån-terminologien, som det ses i modelkontrakten, er for det første, at der ikke er forskellige navne, til at dække over det samme, således at nogle syndikatmedlemmer omtales som långivere (fordi de har været med til udstedelsen) mens andre omtales som fordringshavere (fordi de har købt fordringen på det sekundære marked). For det andet kan der også være overdragelser, hvor der stadig er forpligtelser til at yde lån, særligt ved den revolverende kreditfacilitet, som der også kan sælges andele i. Det er derfor mere lige til at bruge udtrykket långiver, for både reelle långivere og for fordringshavere.

Til beskrivelsen af DBB vil jeg bruge fordringsterminologien og gældsterminologien.

2.8.2) Kreditorskifte uden debtors samtykke

Det obligationsretlige udgangspunkt er at fordringer kan overdrages uden debtors samtykke⁵⁶. Dette er også hovedreglen i syndikatlån. I modelkontrakten er det gjort til et forhandlingsspørgsmål mellem

⁵⁴ Med undtagelse af den revolverende kreditfacilitet, der som type nødvendigvis vil have en gensidighed gennem hele lånets løbetid.

⁵⁵ Klausul 29.5 og 29.6.

⁵⁶ Ussing (1967) s. 210.

parterne. Hvis parterne bliver enige om at debitor skal konsulteres ved kreditorskifte, kan den valgfrie klausul 29.2 paragraf a) medtages. Dog skal debitor altid informeres om kreditorskifte⁵⁷.

I syndikatlånet er der endvidere *Agenten*, som mellemed mellem debitor og kreditor. Debitor kan således ikke ved en fejl komme til at betale til overdrageren i stedet for til erhververen, da debitors betalingssted forbliver det samme efter kreditorskiftet.

2.8.3) Erhververens forpligtelser

Selvom det lyder som et helt almindeligt kreditorskifte, er der dog nogle væsentlige forskellige:

Erhververen har ikke nogle forpligtelser overfor skyldneren, men erhververen indgår på lige fod med de andre syndikatmedlemmer og skriver dermed under på at overholde de forpligtelser, der er under syndikatkontrakten/lånekontrakten. Der er således forpligtelser overfor de øvrige

syndikatmedlemmer så som pro rata deling jf. Klausul 34⁵⁸. Endvidere kan erhververen ikke kræve betaling direkte fra debitor. Betalingerne skal gå igennem *Agenten* der administrerer syndikatlånet⁵⁹.

En tredje væsentlig forskel er at kreditor ikke kan aftale ændringer i kontrakten med debitor.

Ændringer til kontrakten skal godkendes af 66,67% af syndikatet⁶⁰.

⁵⁷ Jf. Klausul 29.7.

⁵⁸ Uddybet i afsnit 2.1) Hvad er et syndikatlån.

⁵⁹ jf. Klausul 35 *Payment Mechanics*, uddybet i afsnit 2.1) Hvad er et syndikatlån.

⁶⁰ LFA (2012) Klausul 41.2: "...Any term of the Finance Document ... may be amended or waived only with the consent of the Majority of Lenders". Majority of Lenders er defineret som 662/3% af det totale engagement jf. Klausul 1.

3) Syndikatlånemarkedet historisk

De syndikerede lån blev først bankpraksis 1960erne. Inden da ville låntagere typisk finansiere større lånebeløb via en række billaterale lån, og bankerne ville holde lånet på deres balancer i hele lånets løbetid⁶¹.

Udviklingen fra billaterale lån til syndikatlån skyldtes til dels eurovalutamarkedet⁶², der opstod i forlængelse af 2. Verdenskrig. Eurovaluta øgede muligheden for grænseoverskridende banktransaktioner og dermed for syndikatlån⁶³.

En anden stor indflydelse på syndikatlånemarkedet var udviklingen af variable renter, dvs. at lånerenten blev fastsat som Euribor (eller tilsvarende) + en margin. Dette gav mulighed for at give længere løbetid på lånene, da renten ville afspejle markedsvilkårene til enhver tid⁶⁴.

Med syndikatlånene i 1960erne dukkede det sekundære marked op, hvor lånene kunne handles videre.

I 1980erne var USA præget af mange virksomhedsomstruktureringer og strategiske (fjendtlige) virksomhedsopkøb, hvilket fik syndikatlånene til at boome og ligeså det nye sekundære marked. Det sekundære marked udviklede sig i 1980erne til en mere formel og struktureret form, som den vi kender i dag og allerede i begyndelsen af 1990erne havde mange banker trading desks og mindst en person aktiv som værdipapirmægler på det sekundære marked⁶⁵.

3.1) Det gearede syndikatlånemarked op til finanskrisen⁶⁶

I mange år blev syndikatlån udelukkende udstedt til *Investment Grade* virksomheder⁶⁷, men i 1990erne begyndte amerikanske investeringsbanker at se muligheder i at yde syndikatlån til kapitalfondes LBO. Det nye gearede syndikatlån produkt, som indebar en større risiko for investorerne men også gav et højere afkast, spredte sig hurtigt til Europa og omfanget af det nye produkt steg især efter indførelsen af euroen i 1999. Fra 1997 til 2007 steg udlån af leveraged loans i Europa således fra

⁶¹ LMA (2011) s 22+38

⁶² Eurovaluta betyder at man holder en valuta i et andet land, end der hvor den stammer fra, og dermed også uden for valutalandets nationalbanks kontrol og uden for den udstedende stats regulativer. Hurn (1990) s. 11

⁶³ Vedr. eurovalutamarkedet: LMA (2011) s.23, Hurn (1990) s. 11

⁶⁴ LMA (2011) s 23-24

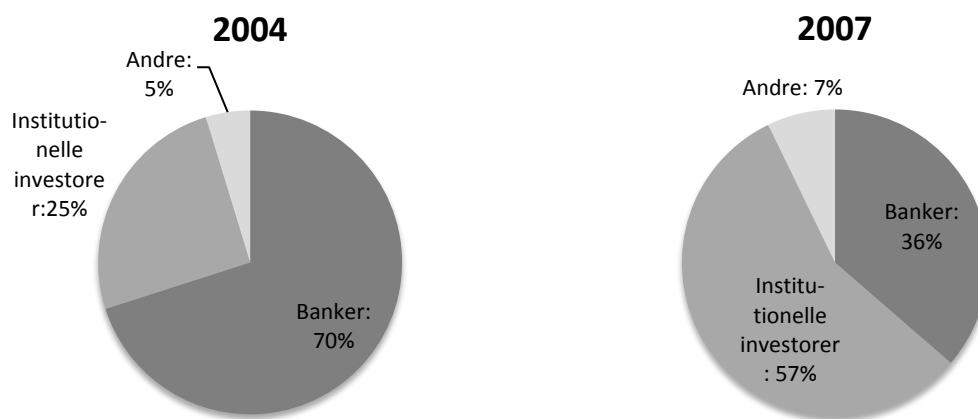
⁶⁵ LMA (2011) s 38

⁶⁶ Afsnittet er skrevet på baggrund af LMA (2011) kap. 2-4 + 17, Rhodes (2009) pp 111, SPcapitalIQ (2012) s 5-25 og dataudtræk fra Dealogic og S&P LCD.

⁶⁷ Investment grade virksomhed er en virksomhed, der er vurderet til BBB eller højere hos S&P Se LMA (2011) s. 22

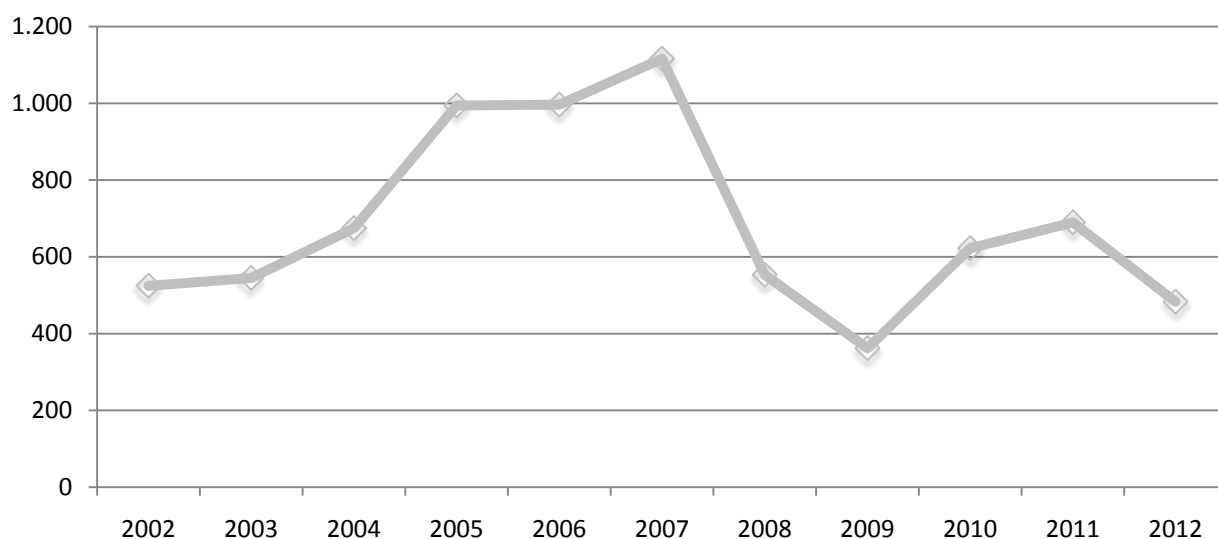
€28 mia. til €391 mia. Både antallet af handler og størrelsen på hver enkelt handel steg i denne periode.

Det gearede syndikatlån viste sig at have stabile og høje afkast og statistikkerne viste meget få misligholdelser. Et så attraktivt produkt tiltrak hurtigt nye typer investorer så som pensionsforeninger, hedge fonde, investeringsforeninger og forsikringsselskaber på både det primære og det sekundære marked. På det primære marked udgjorde de nye institutionelle investorer 57% i juni 2007 mod blot 7% i 2000. Den store stigning i institutionelle investorer skete især efter 2004, se figur 5. Den øgede likviditet i markedet i denne periode ses også i stigningen af udlånsvolumen, antallet af handler og den gennemsnitlige størrelse på handlerne se figur 6 og figur 7. De institutionelle investorer havde andre fundingmuligheder og kunne nogle gange tilbyde finansiering fra dag-til-dag, hvilket bankerne ikke kunne.



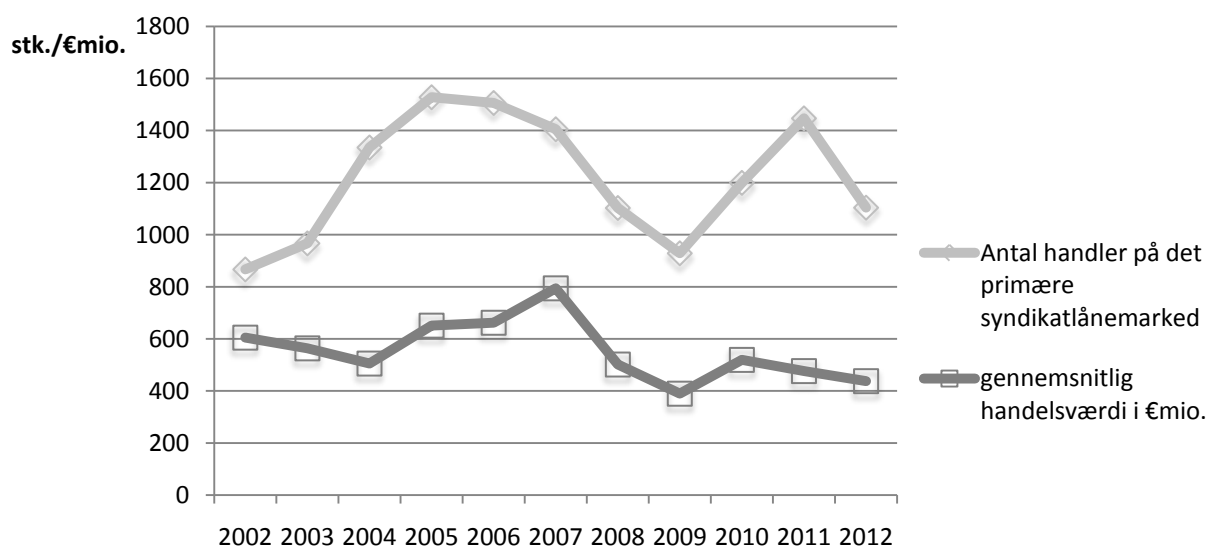
Figur 5 Investorer i primærudstedelsen af de gearede lån 2004 og 2007. De institutionelle investorer tegner sig for en stigende andel op til finanskrisen.

Kilde: Diagrammer udarbejdet på baggrund af dataudtræk fra S&P LCD



Figur 6: Volumen af primærudstedelser på syndikatlånemarkedet i €mio.

Kilde: Graf lavet på baggrund af dataudtræk fra Dealogic



Figur 7: Antal handler årligt og gennemsnitlig handelsværdi på det primære marked.

Kilde: Graf lavet på baggrund af dataudtræk fra S&P LCD

På det sekundære marked dukkede nye strukturerede finansielle produkter op så som Collateralised Loan Obligation (CLO)⁶⁸, som gav investorerne en nem adgang til en varieret aktivklasse med

⁶⁸ Collateralised Loan Obligation (CLO); En port folio af lån bliver lagt i et SPV. Herefter sælges trancher til gælden, hvor der er rettighed til betalingerne i en given orden. CLO kom til Europa fra USA i 1999, LMA (2011) s. 34

forskellige risikoprofiler, idet der blev investeret over en port folio af lån. CLO strukturen var med til at øge likviditeten og dermed udlånet yderligere. Det blev endvidere muligt at købe Loan Credit Default Swaps (LCDS) og andre derivatprodukter ⁶⁹, hvilket gav adgang til syndikatlånemarkedet for nye typer investorer.

Da lånemarkedet op til 2007 flød med likviditet, blev kapitalfondene, som stod som sponsorer bag låntagerne, også mere krævende. I perioden fra 2004 til 2007 kom dette blandt andet til udtryk ved at:

- Finansieringsomkostningerne, som tidligere havde ligget med meget faste priser for LBO syndikatlån, blev forhandlet ned.
- *Term sheets* udformet af låntager/sponsor blev mere udbredt.
- De finansielle covenants blev mindre restriktive. Fx blev *debt to EBITDA* ratioen forøget fra 4,4 i 2002 til 6,3 i første halvår af 2007 på store LBO transaktioner.
- Låntager/sponsor fik forhandlet vilkår ind vedr. ledelsen af syndikatet, der gav låntager bedre mulighed for at ændre i vilkår undervejs i lånets løbetid.

Kort sagt var det op til 2007 låntagers marked, hvilket indebar at lånevilkårene blev derefter.

3.2) Det gearede syndikatlånemarked under finanskrisen ⁷⁰

Kreditkrisen begyndte i midten af 2007 som følge af de faldende huspriser i USA⁷¹, hvilket fik investorerne i det strukturerede finansieringsprodukt CDO⁷² til at blive usikre på prismodellerne og den underliggende risiko. Denne usikkerhed smittede hurtigt af på det tilsvarende produkt i syndikatlånemarkedet, CLO, hvilket gjorde det svært at finde finansiering til nye CLOer. CLOerne var på dette tidspunkt en af de største aftagere af de gearede lån på det sekundære marked, så da der ikke blev dannet nye CLOer smittede dette også af på den primære syndikering af gearede lån. (Den store volumen på det sekundære marked i 2006/2007 hang sammen med primær udstedelser og videresalget i kølvandet på disse. Mandated Lead *Arrangers* solgte en del af deres lån lige efter udstedelsen.)

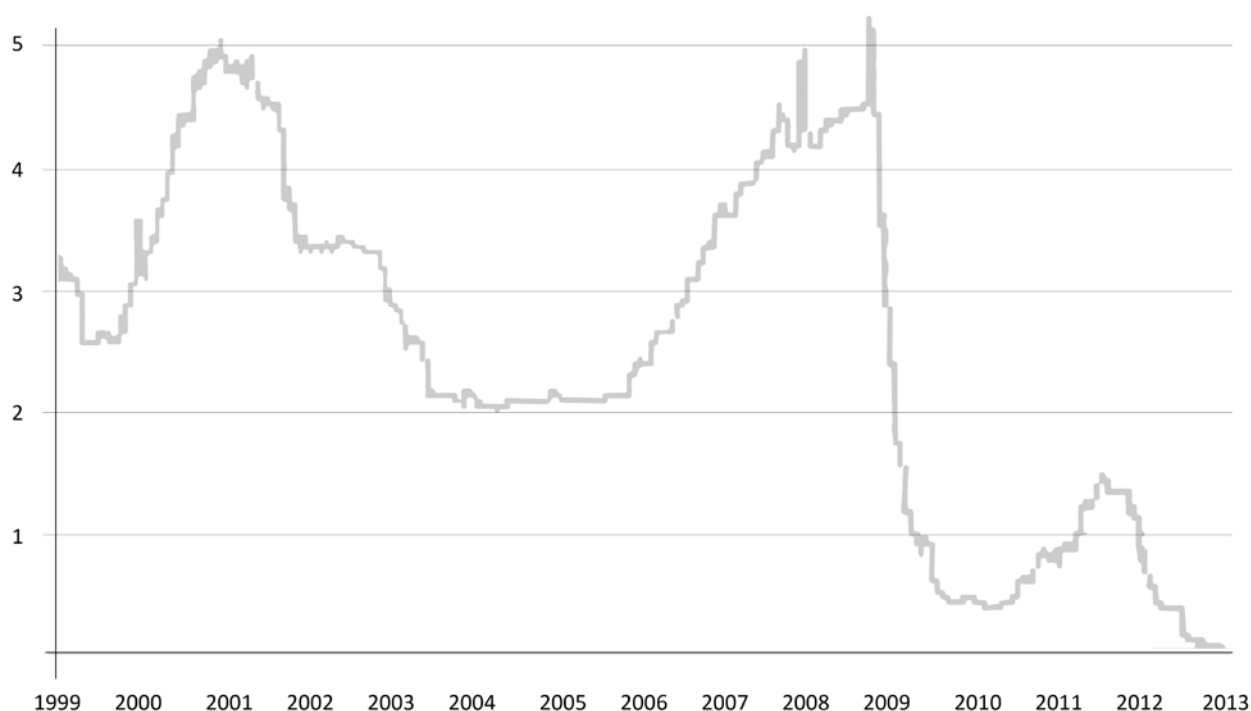
Usikkerheden i markedet fik bankernes funding til at stige betydeligt fra slut 2007 se Figur 8 hvilket kulminerede med Lehmann Brothers krak i september 2008.

⁶⁹ LCDS: Et finansielt derivatprodukt, hvor det alene er kreditrisikoen der investeres i/mod og ikke selve lånet. Er meget lig en *risk participation*, bortset fra at der ikke er krav om at sælger af LCDS ejer det bagvedliggende lån. Dvs. det kan være et rent spekulativt finansielt instrument. Proctor (2010) ch 22.

⁷⁰ Afsnittet er skrevet på baggrund af LMA (2011) kap. 4, 5, 9 og 11, Rhodes (2009) pp 125, SPcapitalIQ (2012) s. 13 og dataudtræk fra Dealogic og S&P LCD.

⁷¹ LMA (2011) s. 95

⁷² CDO: Collateralised Debt Obligation, som blev udstedt på sub-prime loans.



Figur 8: Bankernes funding som set via 1-Month Euribor fra 1999-2013. Funding i % ses på y-aksen.

Kilde: <http://www.euribor-rates.eu/euribor-charts.asp>

Der var et generelt fald i tillid til de finansielle systemer. Hvilket også medførte nye låntager og långiver strategier. Bankerne genoptog de relationelle handler også ved syndikatlån. Muligheden for accessorisk forretning med kunden kom mere i fokus og långiverne returnerede til hjemmemarkederne, hvilket gjorde det svært at gennemføre pan-europæiske tranaktioner.

Det blev nærmest umuligt, at få bankerne til at forpligte sig til syndikatlånet på forhånd, og derfor endte de fleste handler i 2009 med en klub lån struktur⁷³.

Antallet af markedsdeltagere faldt betydeligt under krisen, da långivere krakkede, blevet solgt eller returnerede til hjemmemarkederne.

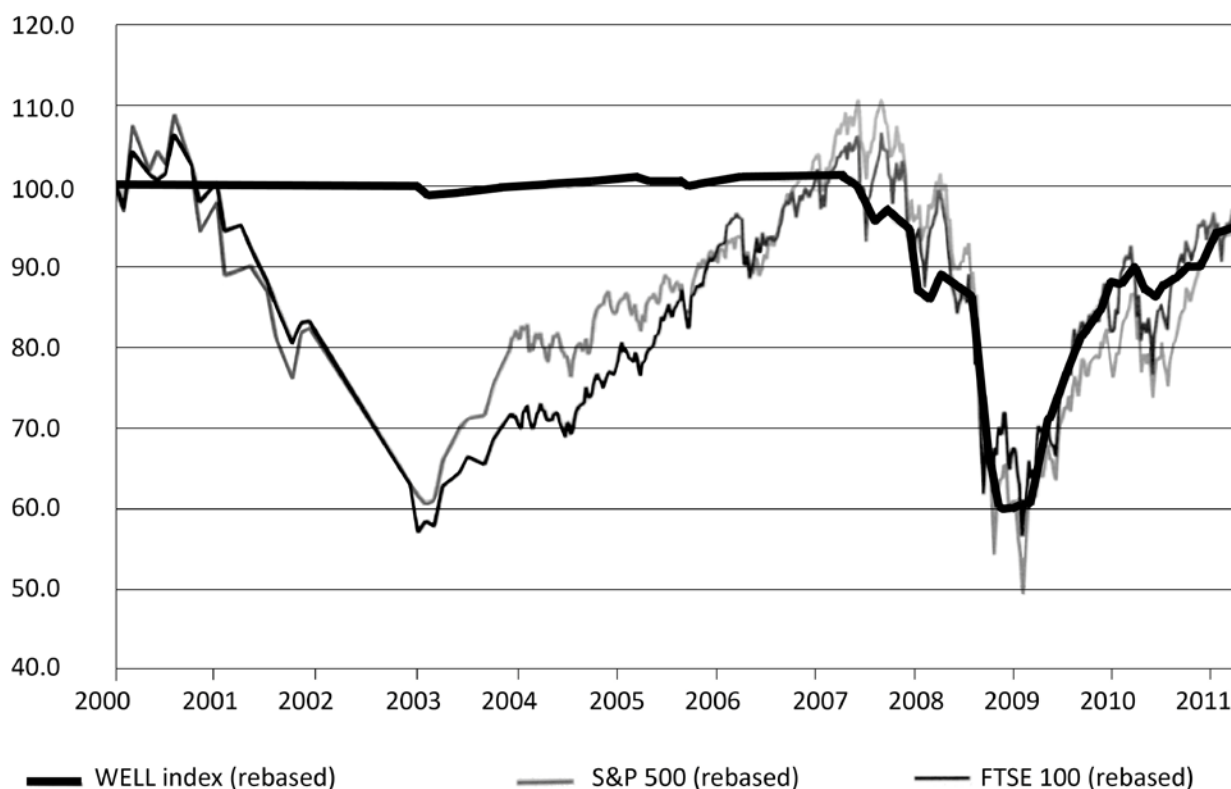
Når man ser på prisudviklingen på det sekundære marked inden finanskrisen (se Figur 9), blev der solgt til lige omkring kurs pari, typisk omkring 99-102. *Mandated Lead Arrangers* brugte nogle gange noget af gebyret fra oprettelsen til at sælge ned, således at priserne var lige under kurs pari, men til gengæld skød priserne typisk i vejret bagefter på stærkt overtegnede handler. Bankerne og CLOerne som holdt på lånene i hele løbetiden skulle ikke sætte lånene til fair value (*mark-to-market*) i

⁷³ Klub lån: Et syndikatlån med få långivere, som har planer om at holde lånet til udløb. SPCapitalIQ (2012) s. 17

regnskaberne, det betød at de ikke var så sensitive i udviklingen af lånene ift. til andre aktiv-typer set i et risiko-afkast perspektiv, så længe lånet ikke blev misligholdt.

Dette ændrede sig med finanskrisen. Fra midten af 2007 begyndte priserne på de gearede lån i det sekundære marked også at falde og priserne kollapsede efter krakket af Lehmann Brothers (Se Figur 9). I de fleste tilfælde reflekterede de lave priser ikke et underliggende dårligt lån, dvs. en låntager der var nødlidende eller misligholdt lånet, men blot at investeringsappetitten var i bund, således at mange port folio managere blev nødt til at sælge ud af aktiverne og at investeringsforeningerne havde sat investeringerne i bero.

Man fik øjnene op for, at de gearede syndikatlån ikke var isoleret fra resten af kapitalmarkederne, som man havde været vant til tidligere. De mange institutionelle investorer var med til at ændre dette billede. Markedet var kommet godt ud af IT-boblen i 2001, men i 2007 var investorerne nogle andre. Det var ikke længere banker, som typisk holdt lånene til udløb, men derimod institutionelle investorer, som havde en anden tilgang til låneproduktet end bankerne. (Der er dog undtagelser, selv i dag vil f.eks. et klub lån næppe blive påvirket af svage kapitalmarkeder men holde kurs pari. Det er først når lånet er blevet splittet op i mange dele, at det bliver påvirket på samme måde som kapitalmarkedet).

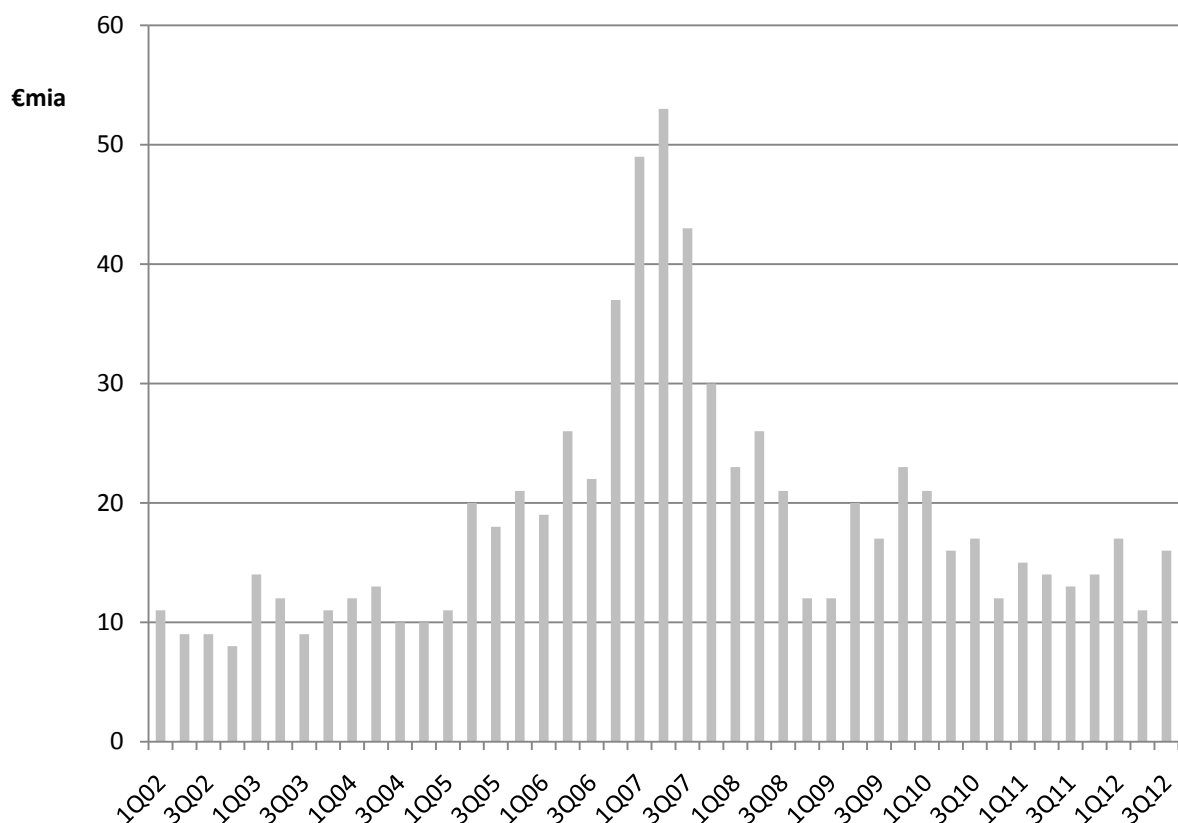


Figur 9: Udviklingen i kursen på syndikerede lån (WELL) sammenholdt med aktiemarkedets kursudvikling (S&P500 & FTSE100).

Kilde: LMA (2011) s. 97.

Figur 9 viser udviklingen af kursen for syndikerede lån i Europa solgt på det sekundære lånemarked fra 2000 til Q1 2011. Kursen er repræsenteret ved Credit Suisses WELL index (European Leveraged Loan Index). Der sammenlignes med aktiemarkedet repræsenteret ved S&P500 og FTSE 100. Som det ses af grafen, har det sekundære lånemarked ligget meget stabilt og upåvirket overfor It-boblen i 2001, hvor aktieindekserne faldt kraftigt. Under finanskrisen i 2007, blev det sekundære lånemarked derimod ligeså hårdt ramt som aktiemarkedet.

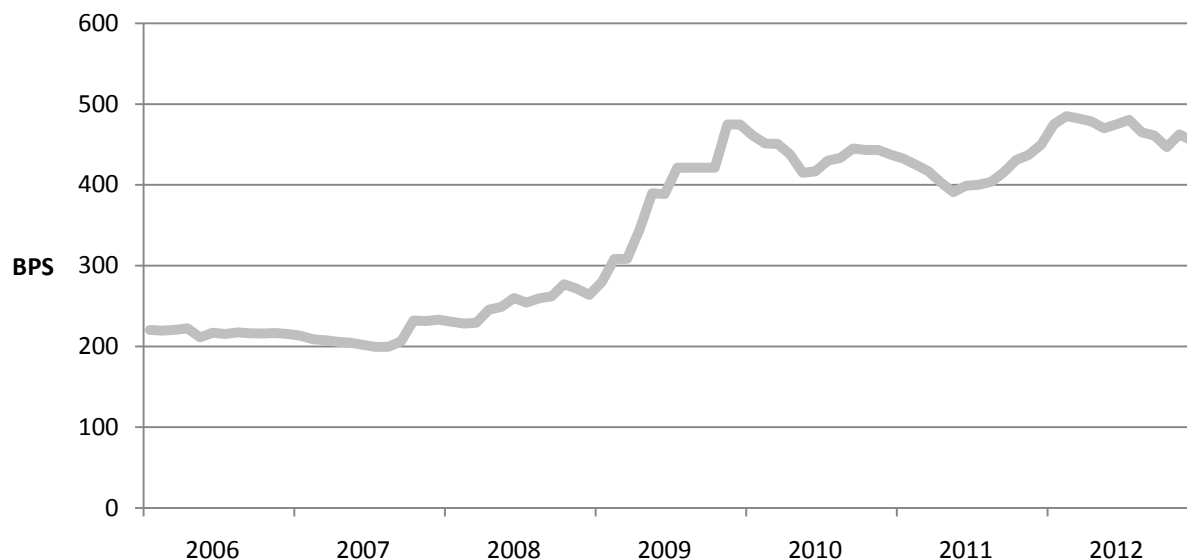
De lave priser på det sekundære marked gjorde det endnu sværere at få det primære marked til at fungere. Nye primære lån, som kom ud på markedet på dette tidspunkt reflekterede endnu ikke de nye markedsvilkår. Det betød at lånene var prissat for lavt og var for højt gearede, det var altså nærmest umuligt at komme af med de primære lån til par value. Da der var mulighed for at købe sunde lån til "distressed" priser på det sekundære marked.



Figur 10: Trading volumen på det sekundære lånemarked i Europa i €mia opgjort på kvartaler.

Kilde: Graf lavet på baggrund af dataudtræk fra Thomson Reuters LPC Secondary Loan Trading Volume Survey 2012

Før finanskrisen havde LBO lån typisk samme prissætning, Euribor+225, uafhængigt af virksomhedens rating og markedssegment. Frem til juli 2007 gik prisen ned til Euribor+200, mens den under finanskrisen steg til over Euribor+400 (Se Figur 11).



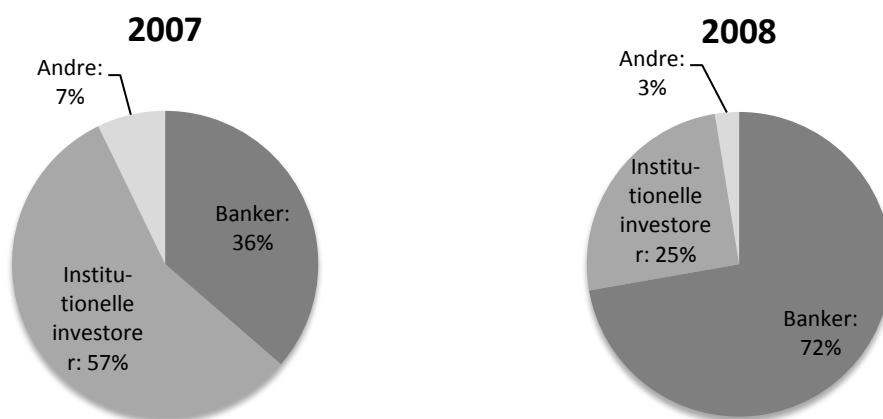
Figur 11: Gennemsnitlig pris på Term loan A lån for LBOer

Kilde: Graf lavet på baggrund af dataudtræk fra S&P LCD

Da det var nærmest umuligt at få refinansieret lån under finanskrisen, blev der udviklet en *amend and extend* (ændre og forlænge) kontrakt i stedet, hvor de individuelle långivere kunne vælge om de ville acceptere de nye vilkår og forlænge deres udlånsforpligtelse. *Amend and extend* bliver stadig flittigt brugt pga. de oplagte økonomiske fordele⁷⁴ – det er en langt billigere måde at få refinansieret sine lån, end at skulle ud i en ny syndikering af lånene.

De institutionelle investorer trak sig tilbage under krisen. I modsætning til bankerne som har kunderelationer at tænke på, har investorerne kun afkastet at tænke på. Denne forskel blev meget tydelig under finanskrisen, hvor de institutionelle investorer i primærudstedelsen af de gearede syndikatlån faldt fra at udgøre 57% i 2007 til at udgøre sølle 25% i 2008 (Se figur 12).

⁷⁴ Jf. interview med Peter Møller Pedersen fra Nordea Bank Danmark bliver *Amend & Extend* dog kun brugt i kortere perioder på 1,5-2 år og ofte i forbindelse med nødlidende virksomheder, hvor man som kreditorer ønsker at se tiden og se udfaldet af en omstrukturering af virksomheden. Dette kan selvfølgelig være anderledes i andre lande.



Figur 12: : Investorer i primærudstedelsen af de gearede lån 2007 og 2008.

Kilde: Diagrammer udarbejdet på baggrund af dataudtræk fra S&P LCD

I midten af 2007 faldt kursen på syndikatlån for første gang i syndikatlånemarkedets historie til langt under kurs pari⁷⁵. Særligt kapitalfondene var ikke sene til at øjne muligheder i den unikke situation. De første DBB, som kom frem i offentligheden skete i begyndelsen af 2008 og skabte en del diskussion. Især blev TDC og Fat Face omtalt som eksempler på DBB, hvor kritikpunkterne var, at det var sket uden syndikatets accept og uden at alle syndikatmedlemmer var blevet tilbudt at være part i DBB⁷⁶. Det ansås for at være stridende imod syndikatets "ånd"⁷⁷.

⁷⁵ Jf. ovenfor

⁷⁶ Blandt andet Glover (2008), Berris (2008) og Markland (2008)

⁷⁷ Berris (2008)

4) Analyse af debt buybacks som fænomen

I afsnittet vil jeg beskrive og analysere DBB som fænomen. Jeg tager udgangspunkt i de muligheder der er/ har været for DBB, før der blevet lavet en specifik klausul om DBB i modelkontrakten til de gearede syndikatlån⁷⁸.

Som beskrevet i indledningen er dette relevant, dels fordi mange af de ældre kontrakter stadig er gældende og dels fordi det er nødvendigt for at forstå indholdet i klausul 30, hvor der laves restriktioner på DBB. I det følgende analyseres og tolkes mulighederne for DBB derfor uden restriktioner, men først vil jeg afmystificere DBB ved kort at forklare alternativet til det.

4.1) Alternativet til debt buybacks

For at sætte DBB i perspektiv beskrives i det nedenstående kort det mest sandsynlige alternativ til DBB set fra hhv. debtors og kreditors synsvinkel.

4.1.1.) Debtors synsvinkel

Alternativet for debitor er at foretage en førtidig indfrielse af en del af lånet⁷⁹. Indfrielse sker til kurs pari og indfrielse skal ske pro rata til kreditorerne.

Eksempel:

Hvis debitor vil indfri lån for nominel værdi af €100M, skal der erlægges €100M, som fordeles til nedskrivning af lån pro rata i mellem kreditorerne.

Ved en DBB derimod, er det ikke en førtidig indfrielse men et køb af lånet, hvor lånet, som udgangspunkt, bliver købt på markedsvilkår. Hvis lånets værdi er faldet til kurs 50 og debitor vil indfri lån for nominel værdi €100M, skal der erlægges €50M. Der er ikke krav om pro rata fordeling mellem kreditorerne.

4.1.2) Kreditors synsvinkel (sælgeren)

Kreditor der sælger i forbindelse med et DBB har også et alternativ. Kreditor ville kunne sælge til en anden markedsdeltager på det sekundære marked. Kursen må som udgangspunkt være den samme, da DBBet er foregået på markedsvilkår, dette er dog ikke altid tilfældet, hvilket vil blive diskuteret mere nedenfor.

⁷⁸ Klausulen analyseres i afsnit 8) Modelkontraktens klausul 30 *Debt Purchase Transactions*.

⁷⁹ Førtidig indfrielse er tilladt for debitor jf. klausul 11, som vil blive analyseret i afsnit 7) Er debt buybacks tilladt under den "gamle" modelkontrakt?

4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback

Debt buyback betyder som nævnt tidligere gældstilbagekøb. Udtrykket dækker over flere forskellige typer af tilbagekøb, som har det til fælles at gælden bliver købt til under kurs pari af en af debtors associerede. Det er altså ikke nødvendigvis låntager selv, der køber gælden, selvom det som oftest omtales som et *borrower debt buyback*⁸⁰. Som oftest er det et selskab oprettet til formålet også kaldet et Debt Buyback Vehicle (DBV)⁸¹, som gælden købes igennem.

Nedenfor har jeg indkredset fem perspektiver på DBB, som jeg anser er de vigtigste for forståelsen af, hvad DBB dækker over. De fem perspektiver er ikke udtømmende for beskrivelsen af DBB, men er de forhold, jeg på baggrund af min research finder har størst betydning for parterne.

Efter opremsningen nedenfor forklares de fem perspektiver i separate afsnit. Jeg har forsøgt, så vidt muligt ikke at kommentere på konsekvenserne for parterne ved beskrivelsen af de forskellige perspektiver. I stedet vil der i afsnit 5) Parterne i debt buybacks blive henvist til dette afsnit, når konsekvenserne for parterne analyseres og diskuteres.

De fem perspektiver på DBB:

- 1) Erhververen i et debt buyback⁸²
 - a) Låntager selv er erhverver.
 - b) Et søsterselskab til låntager er erhverver.
 - c) Et datterselskab til låntager er erhverver.
 - d) Sponsoren/et tilknyttet selskab til sponsoren er erhverver.
- 2) Fordringens status efter et debt buyback⁸³
 - a) Fordringen forbliver under syndikatet.
 - b) Fordringen udgår af syndikatet men forbliver en fordring ejet af erhververen.
 - c) Fordringen eftergives af erhververen.
- 3) Finansieringen af et debt buyback⁸⁴
 - a) Frie pengestrømme.
 - b) Ny aktiekapital fra investorerne.

⁸⁰ Fx Kirkland (2008) og Markland (2008).

⁸¹ Jf. Senior manager Susanna Bjerrum Poulsen, PWC København.

⁸² a), b) og c) jf. fx Kirkland (2008). d) jf. fx SJberwin (2008).

⁸³ a) jf. fx SJberwin (2008) b) Jf. Senior manager Susanna Bjerrum Poulsen, PWC København. c) jf. fx Markland (2008).

⁸⁴ Jf. case study - bilag 1.

4) Gennemførelsen af et debt buyback⁸⁵

- a) Det sekundære marked.
- b) Solicitation process.
- c) Hollandsk auktion.
- d) Open order process.

5) Debtors økonomiske situation

- a) Forhøjet risiko for konkurs.
- b) Ikke forhøjet risiko for konkurs.

4.2.1) Erhververen i et debt buyback

Nedenfor har jeg skitseret de fire overordnede DBB scenarier set fra erhververens synspunkt.

Illustrationerne er lavet for at vise, hvem erhververen kan være. Det betyder, at jeg ikke illustrerer hvem den reelle overdrager i DBB er. Overdrageren i DBB kan være en enkelt kreditor eller det kan være flere kreditorer, men det ændrer ikke på, at fordringen er underlagt syndikatlånets kontrakt. Jeg har derfor for overskuelighedens skyld, valgt at illustrere overdrageren som syndikatlånet, selvom syndikatlånet selv naturligvis ikke kan overdrage fordringer i lånet.

Illustrationerne skal derfor hjælpe med til forståelse af selskabsstrukturen hos erhververen, hvilket vil blive brugt i senere afsnit.

De fire eksempler på erhververe i DBB er ikke udtømmende. Der kan f.eks. være flere virksomhedslag i skyldnerkoncernen, som kan give en anden placering af erhververen. Dette har ikke den store betydning for den senere analyse, de fire eksempler er tilstrækkelige til at beskrive fænomenerne i de senere afsnit.

Låntagers koncern har moderselskabet som øverste led i selskabsstrukturen. Moderselskabet ejes af sponsoren (som oftest en kapitalfond). Selve låneaftalen er indgået på koncernniveau med moderselskabet som garant jf. afsnit 2.3) Låntagerens gældsstruktur.

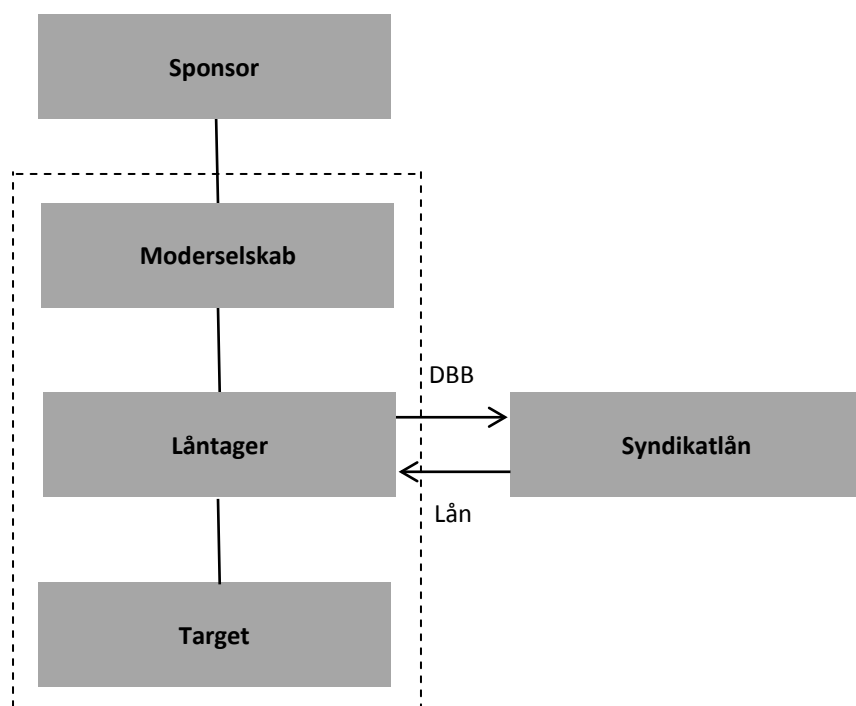
I de nedenstående figurer er skyldnerkoncernen vist ved en stiplet linje.

1a) Låntager selv er erhverver

Når låntager selv er erhverver, bliver der sammenfald mellem debitor og kreditor, hvilket normalt betyder at der sker konfusion, dvs. at gældsforholdet ophører. Denne tolkning kan dog diskuteres. Et andet synspunkt er, at det er en fordring med en fastsat løbetid og at fordringen består indtil løbetiden

⁸⁵ Jf. afsnit 6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa.

på lånet/fordringen er udløbet⁸⁶. Da det kun er en lille del af de samlede DBB muligheder, har jeg valgt ikke at analysere om der vil ske konfusion. Se nedenstående figur.



Figur 13: 1a) Låntager som erhverver i et DBB

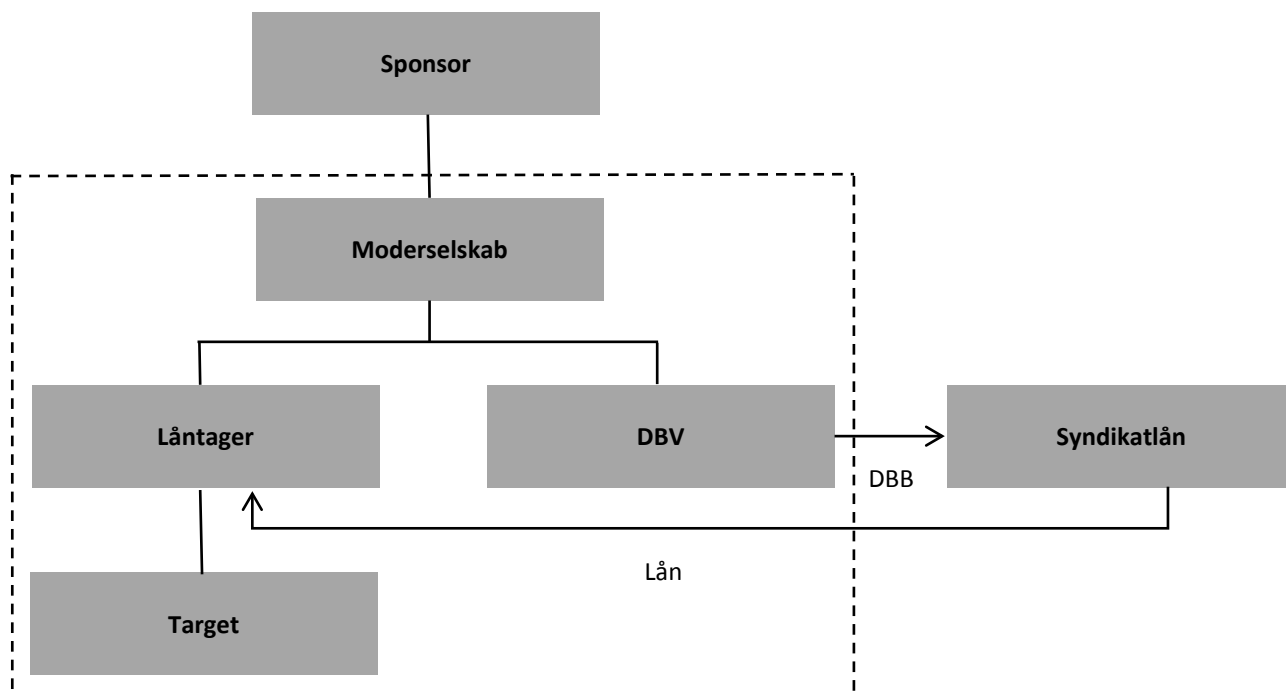
Kilde: Egen tilvirkning

1b) Et søsterselskab til låntager er erhverver

Moderselskabet opretter et holding selskab (DBV) til at lave DBB igennem. Set fra låntagers perspektiv går den del af lånet fra at være et eksternt lån til at være et koncerninternt lån, dvs. det kommer ind under kategorien af kontrolleret gæld⁸⁷. Se nedenstående figur.

⁸⁶ Jf. Markland (2008)

⁸⁷ "Kontrolleret gæld" er koncernintern gæld eller gæld til tredjemand, som koncernen har stillet sikkerhed for. Hansen (2009) s 599



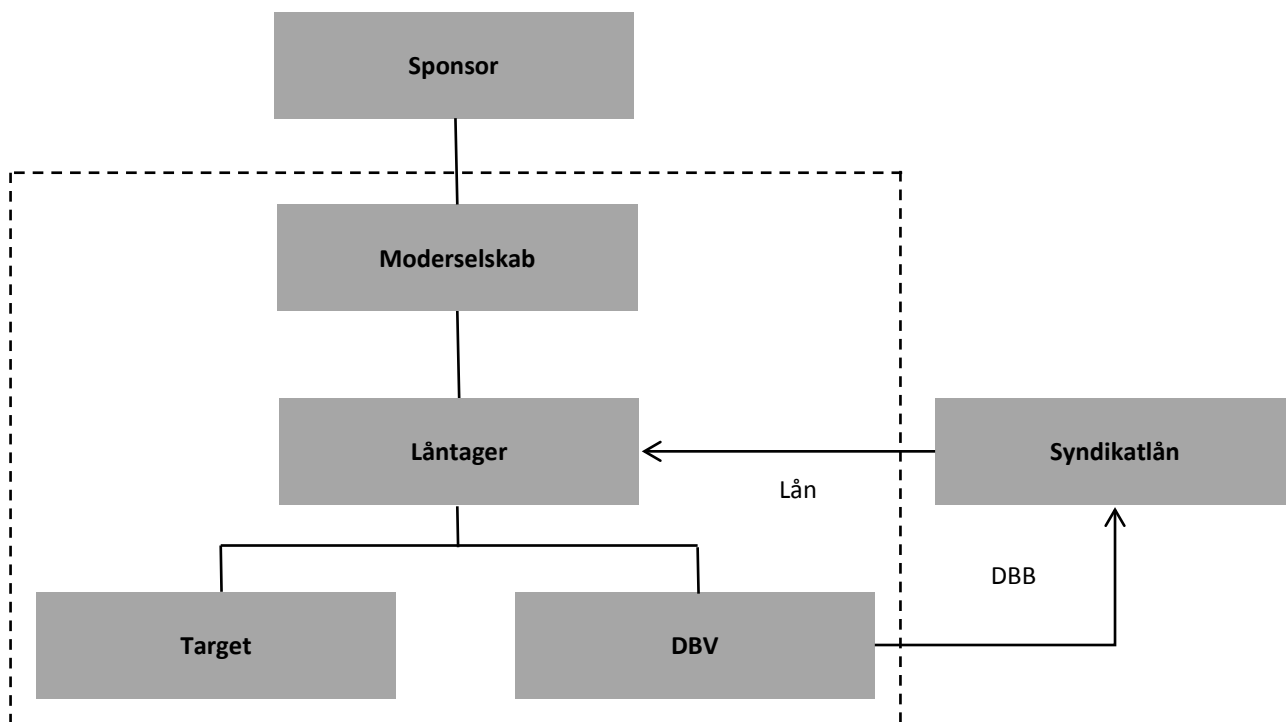
Figur 14: 1b) Et søsterselskab som erhverver i et DBB

Kilde: Egen tilvirkning

1c) Et datterselskab til låntager køber gælden

Låntagerselskabet opretter et holdingselskab (DBV) til at lave DBB igennem.

Ligesom under 1b) går den del af lånet der købes tilbage fra at være et eksternt lån til at være et koncerninternt lån, dvs. det kommer ind under kategorien af kontrolleret gæld. Se nedenstående figur.

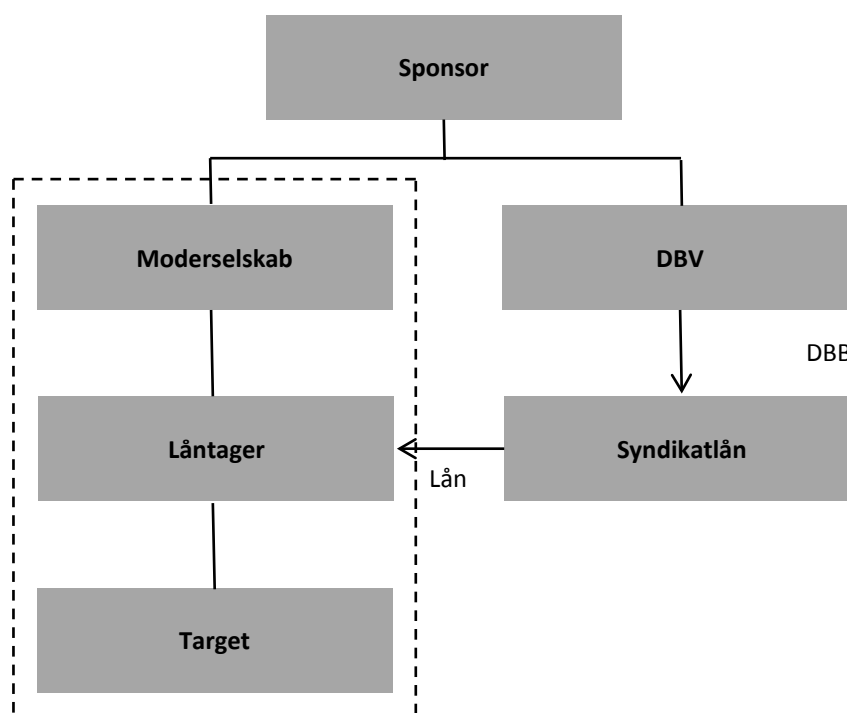


Figur 15: 1c) Et datterselskab som erhverver i et DBB

Kilde: Egen tilvirkning

1d) Sponsoren/et tilknyttet selskab til sponsoren

Sponsoren opretter et holdingselskab (DBV), som ligger udenfor skyldnerkoncernen til at foretage DBB. Det kan lyde lidt mærkeligt, at man også i denne situation kalder det et DBB. Man kan sige at DBB fortolkes udvidende, som omfattende alle selskaber, der har tilknytning til *Target*. Sponsoren har en naturlig interesse i at skyldnerkoncernen performer, da afkastet til Sponsoren afhænger af det. Se nedenstående figur.



Figur 16: 1d) En tilknyttet til sponsor som erhverver i DBB

Kilde: Egen tilvirkning

To overordnede erhverver kategorier i et DBB

Erhververen i et DBB kan deles op i to overordnede kategorier

- Et selskab indenfor skyldner-koncernen, dvs. 1a, 1b og 1c
- Et selskab udenfor skyldner-koncernen, dvs. 1d

Hvis det er et selskab indenfor skyldner-koncernen, er den omfattet af syndikatlånekontrakten.

Desuden bliver de finansielle covenants beregnet på koncernniveau⁸⁸. Hvis det er et selskab indenfor skyldnerkoncernen, der er erhverver, kan det derfor have større betydning set fra de tilbageværende kreditørers perspektiv.

4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback

Som udgangspunkt vil fordringen være en del af syndikatet når der sker DBB, da det foregår som et kreditorskifte. Spørgsmålet er, hvad der sker med fordringen umiddelbart efter erhvervelsen.

De tre nedenstående stærkt forsimplede eksempler vil illustrere dette. Fælles for de tre eksemplers simplificering er følgende:

- Der er tre kreditorer - i et syndikatlån kan der være op til flere hundrede kreditorer⁸⁹.

⁸⁸ Jf. Klausul 26

⁸⁹ Jf. Interview med Peter Møller Pedersen fra Nordea Bank Danmark

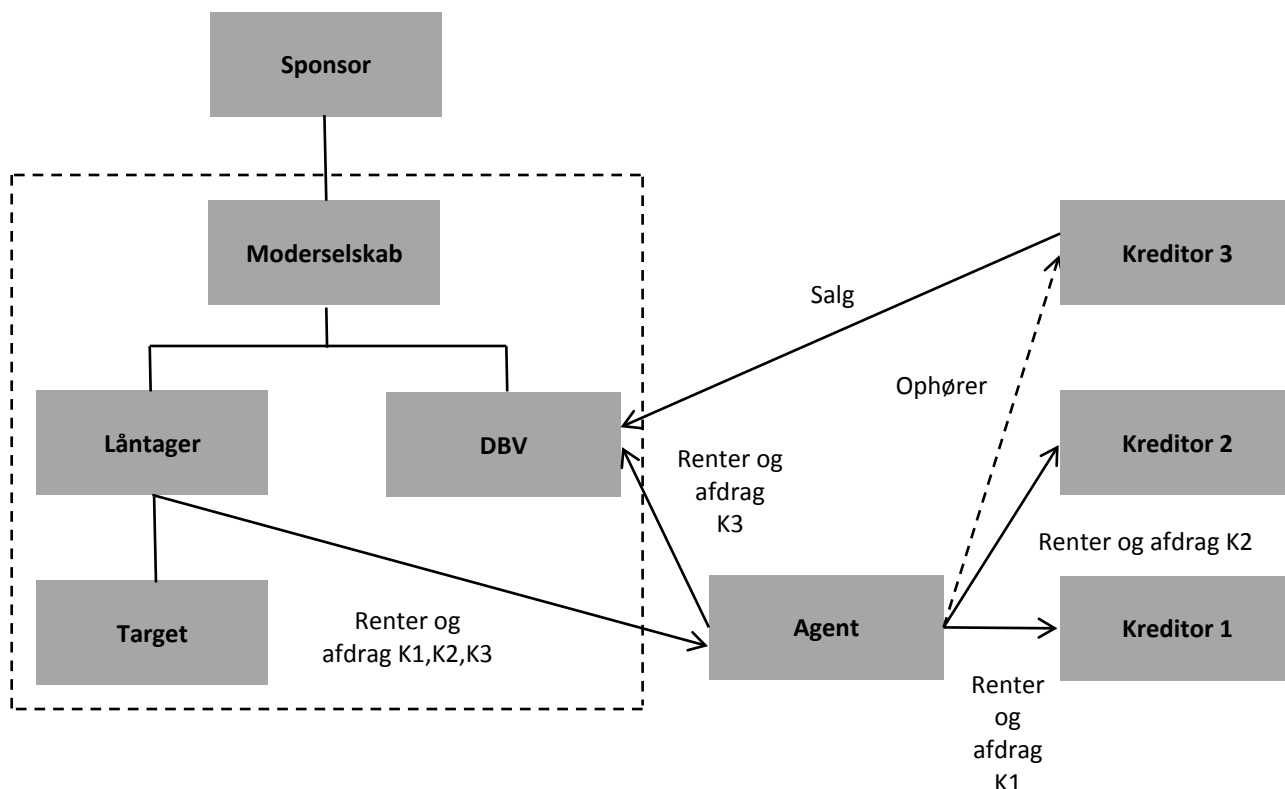
- Kreditor 3 sælger sin fordring - realistisk kan kreditor 3 vælge kun at sælge en del af sin fordring under syndikatlånet, ligesom det ofte er flere af kreditorerne, der sælger deres fordringer (eller dele af deres fordringer) i forbindelse med et DBB.
- Et søsterselskab til låntager er erhververen (DBV). Som nævnt i forrige afsnit, er der mindst fire alternativer til hvem der kan være erhververen i et DBB.

2a) Fordringen forbliver under syndikatlånekontrakten

Nedenstående figur viser, at kreditor 3 sælger sin fordring til DBV'et. Efter salget ophører kreditor 3s kontakt til syndikatet og DBV'et indgår på lige fod med de øvrige kreditorer. Låntager betaler samtlige renter og afdrag direkte til Agenten, ligesom før DBB'et (jf. Figur 1). Agenten udbetaler herefter tilgodehavender til de respektive kreditorer. DBV'et får udbetalt de renter og afdrag, som tidligere tilfaldt kreditor 3.

Erhververen bliver et syndikatmedlem, "the New Lender shall become a Party as a Lender"⁹⁰, betydningen af dette vil blive afdækket i næste afsnit 5) Parterne i debt buybacks. Hvis det er et selskab indenfor skyldnerkoncernen, der er erhververen, kan det diskuteres, om lånet også bliver omfattet af Interkreditoraftalen jf. afsnit 2.4.3 Interkreditoraftale, hvilket vil betyde at fordringen, der erhverves i DBB'et, er subordineret den øvrige del af syndikatlånet. En nærmere afdækning af dette spørgsmål vil kræve en analyse af Interkreditoraftalen, hvilket jeg har valgt ikke at gå ind i jf. min afgrænsning af opgaven.

⁹⁰ Jf. klausul 29.6 *Procedure for assignment*



Figur 17: 2a) Fordringen forbliver under syndikatet

Kilde: Egen tilvirkning.

2b) Fordringen udgår af syndikatet men forbliver en fordring ejet af erhververen

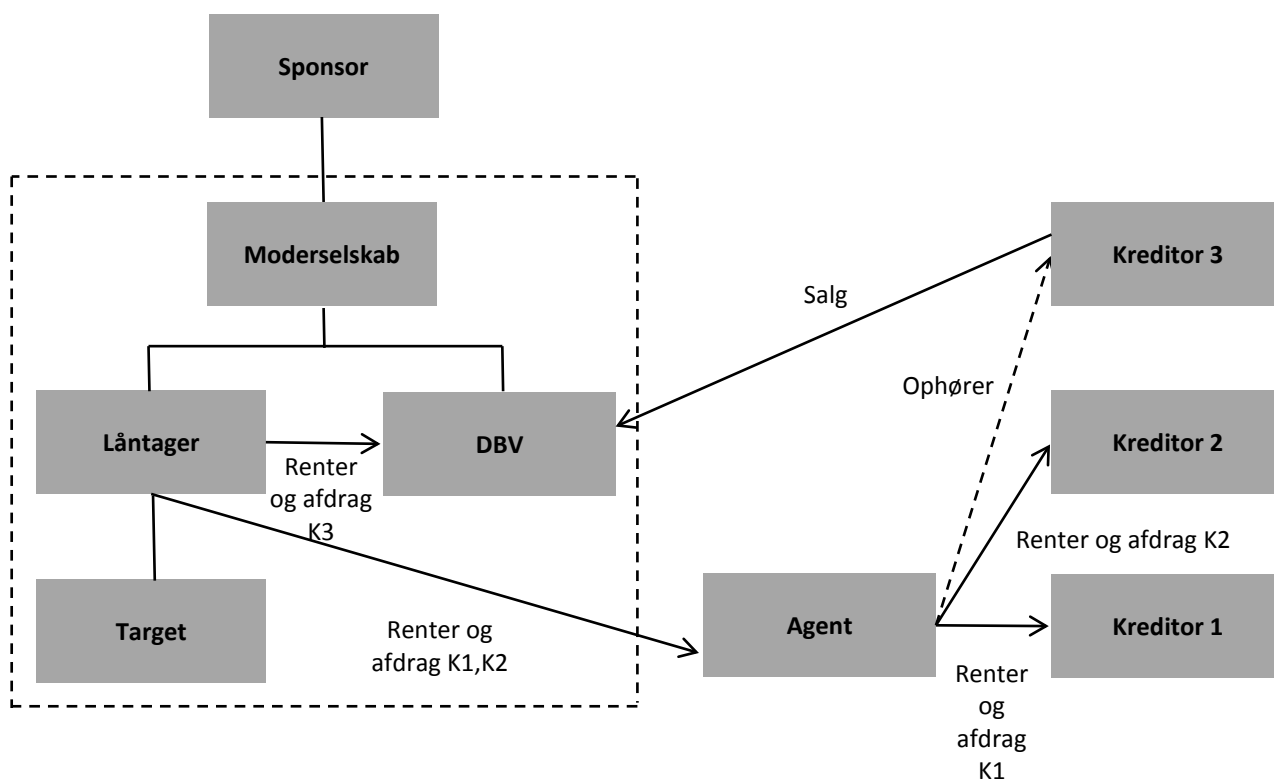
Nedenstående figur viser at kreditor 3 sælger sin fordring til DBV'et. Efter salget ophører kreditor 3s kontakt til syndikatet. Låntager betalte renter og afdrag vedr. kreditor 1 og 2s fordringer direkte til *Agenten*, som herefter udbetaler de respektive tilgodehavender til hhv. kreditor 1 og 2. Renter og afdrag som tidligere tilfaldt kreditor 3, bliver betalt direkte til DBV'et (i stedet for til *Agenten*).

Erhververen (DBV'et) er ikke en del af syndikatet længere, men fordringen udgår af syndikatet med samme vilkår, som der tidligere var under syndikatlånet. Det betyder at aftalte renter, afbetalinger og løbetid, som før gjaldt under syndikatlånet for fordringen, stadig gælder under det direkte gældsforhold mellem DBV'et og låntager.

I syndikatlånskontrakten er der ikke taget stilling til situationen, at en enkelt af kreditorerne ønsker at blive løsrevet fra syndikatet og tage sin fordring med som et separat tilgodehavende mod skyldnerkoncernen. Hvis det skal lade sig gøre, er der flere vilkår under kontrakten der skal ændres, bl.a. klausul 10 *Repayment* og klausul 35 *Payment Mechanics*. En ændring (*amendment*) i syndikatlånets vilkår, skal godkendes af 66,67% af syndikatet⁹¹, se også afsnit 2.8.3) Erhververens forpligtelser.

⁹¹ jf. klausul 41

Der kan dog være god grund til at godkende det, hvilket vil blive uddybet nedenfor i afsnit 5.3)
Kreditor - de tilbageværende syndikatmedlemmer.



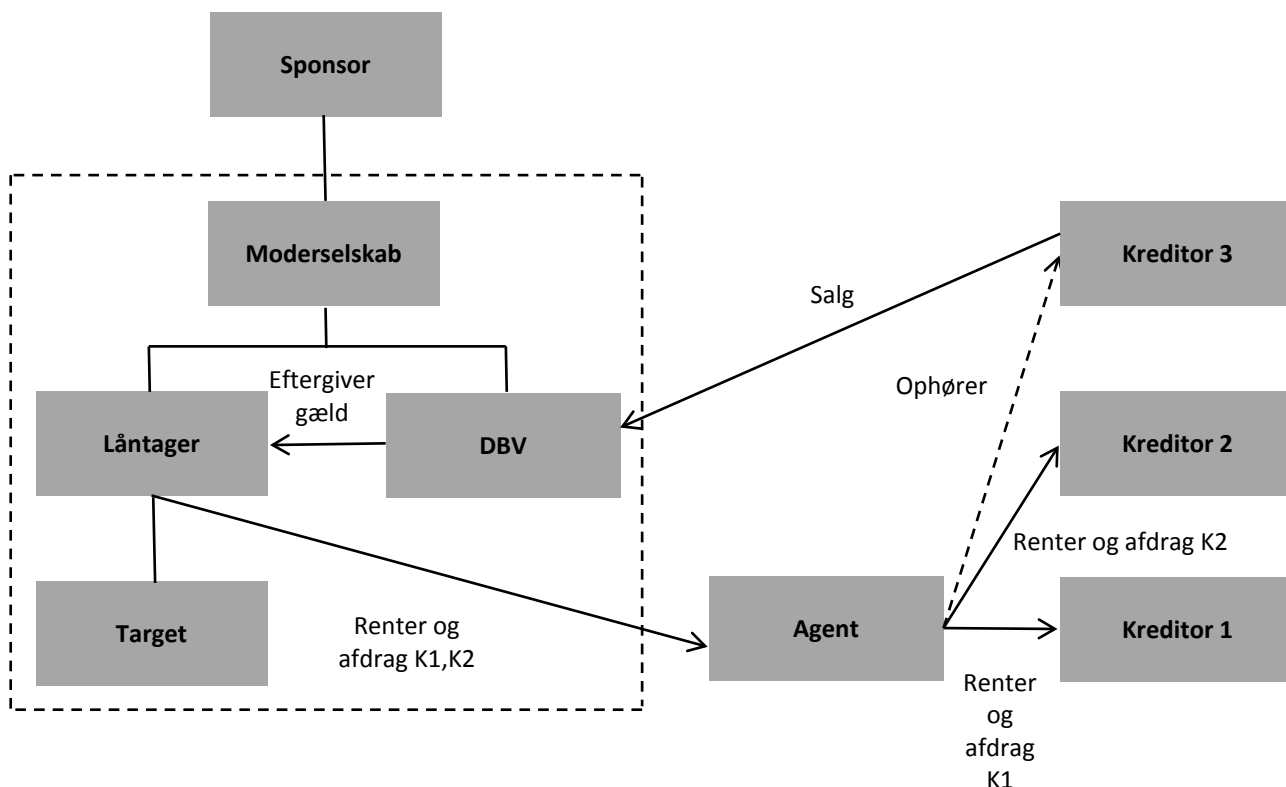
Figur 18: 2b) Fordringen udgår af syndikatet men forbliver en fordring ejet af erhververen.
Kilde: Egen tilvirkning

2c) Fordringen eftergives af erhververen

Nedenstående figur viser at kreditor 3 sælger sin fordring til DBV'et. Efter salget ophører kreditor 3s kontakt til syndikatet. Låntager betaler renter og afdrag vedr. kreditor 1 og 2s fordringer direkte til *Agenten*, som herefter udbetaler de respektive tilgodehavender til hhv. kreditor 1 og 2. DBVet eftergiver låntagers gæld og tager dermed tabet for erhvervelsen.

Ligesom ovenfor beskrevet er der i syndikatlånskontrakten heller ikke taget stilling til den situation at en enkelt af kreditorerne ønsker at eftergive sit lån. Det kræver derfor også her en ændring af flere vilkår i kontrakten, som kræver godkendelse, jf. lige ovenfor.

Det kan dog være svært at forestille sig en situation, hvor de øvrige syndikatmedlemmer kan have indvendinger imod en eftergivelse, da det umuligt kan stille dem dårligere (der bliver en kreditor mindre at dele med i tilfælde af en konkurs).



Figur 19: 2c) Fordringen eftergives af erhververen

Kilde: Egen tilvirkning.

4.2.3) Finansieringen af et debt buyback

Finansieringen af et DBB kan, som det vil blive beskrevet i det nedenstående, blive finansieret på mindst to måder.

3a) Frie pengestrømme

Typisk er de eneste frie pengestrømme i skyldnerkoncernen dem der kommer fra Target, da Target ofte er det eneste driftsselskab i skyldnerkoncernen (De øvrige selskaber er holdingselskaber oprettet med det formål at opkøbe Target jf. afsnit 2.3) Låntagerens gældsstruktur).

For at de frie pengestrømme kan bruges, skal det være et selskab fra skyldnerkoncernen, der er erhververen, dvs. 1a), 1b) eller 1c) jf. ovenfor. Selskaber kan modtage udbytter skattefrit fra datterselskaber⁹², hvilket gør det muligt for alle i skyldnerkoncernen at få adgang til de frie pengestrømme.

Der kan være begrænsninger for hvorvidt de frie pengestrømme kan blive brugt til et DBB, da der i klausul 12, *Mandatory Prepayment* er sat restriktioner for, hvordan midler i virksomheden skal bruges. Ifølge klausul 12 er der krav om førtidig indfrielse i en række tilfælde, bl.a. skal midler fra udbytte ved

⁹² Jf. Selskabsskatteloven §13.

salg af aktiver, ligesom en vis procentdel af de frie pengestrømme, bruges til tvungen førtidig indfrielse. Det er dog sandsynligt, at denne klausul kan være forhandlet til et minimum op til finanskrisen, hvor det som nævnt i afsnit 3.1) Det gearede syndikatlånemarked op til finanskrisen var købers marked og der derfor blev forhandlet meget favorable vilkår for debitor ⁹³.

3b) Ny aktiekapital fra investorerne

Ny aktiekapital kræver villighed fra investorerne. En kapitalindsprøjtning er et positivt signal at sende til kreditorerne, da investorerne signalerer, at selskabet er en god investering.

Kapitalfondsejede virksomheder har ofte lettere ved at skaffe ny kapital, da den dominerende investorgruppe er relativt uniform, hvilket gør det lettere at nå til enighed. Endvidere har kapitalfondene en lettere adgang til kapital, som gør det muligt at kunne foretage yderligere investeringer, hvis de anser det for en god investering.

4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback

DBB blev til at begynde med gennemført på markedsvilkår ved at bl.a. TDC og Fat Face gennem en værdipapirmægler købte fordringer fra syndikatmedlemmer på det sekundære marked. Som nævnt tidligere under afsnit 3.2) Det gearede syndikatlånemarked under finanskrisen, anså man det som stridende imod syndikatets "ånd", at ikke alle syndikatmedlemmer fik tilbuddet om at sælge deres fordring til debitor. Efter de første tilbagekøb på det sekundære marked blev DBB derfor efterfølgende ofte⁹⁴ eksekveret, således at alle kreditorerne fik budet. Jeg er stødt på tre budrunde-processer i min dataindsamling om DBB, som er dem der bliver beskrevet nedenfor.

Opsummeret er der således to overordnede måde man eksekverer en DBB på.

- Gennem det sekundære marked, hvor kun nogle få at kreditorerne får budet (4a)
- Gennem en budrunde proces, hvor samtlige kreditorer får budet (4b, 4c og 4d)

Der bliver normalvist brugt en mægler til alle typer af DBB og ikke kun ved direkte køb på det sekundære lånemarked.

Jeg forudsætter i den følgende analyse, at der er mange kreditorer, således at kursen afspejler et reelt marked og ikke tilfældige enkelte deltagere. Det betyder, at jeg forudsætter, at en kreditor, der ikke

⁹³ Ifølge ACT (2008) s. 65 er det typisk mellem 50-100% af *Excess cashflow* (de frie pengestrømme), der skal bruges til tvungen førtidig indfrielse (*Mandatory Prepayment*).

1. ⁹⁴ Se afsnit

6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa. Hvor nogle af tendenserne bliver beskrevet.

sælger i forbindelse med et DBB, vil kunne sælge til markedsrigtig kurs til en tilfældig markedsdeltager, der ønskede at investere i syndikatlån.

Til gengæld skal det tages med i betragtningerne, at set ud fra et standard mikroøkonomisk udbud-efterspørgsels-perspektiv⁹⁵ vil dette nødvendigvis betyde, at kursen på de syndikerede lån kan stige efter et DBB, da markedet er blevet "oversvømmet" med efterspørgsel⁹⁶.

Erhververen i et DBB har en indsigt i koncernen, som udefrakommende ikke har. Indsigten kan f.eks. være et kendskab til fremtidige udviklingsmuligheder for *Target* og betydningen af de personer der leder selskabet. I forbindelse med DBB kan det betyde, at erhververen i et DBB kan give en bedre pris, end der ellers ville kunne fås på markedet, da der foreligger asymmetrisk information.

4a) Det sekundære lånemarked

Hvis debitor laver DBB gennem det sekundære lånemarked, foregår det gennem en værdipapirmægler, nøjagtigt som hvis en hvilken som helst markedsdeltager ønskede at købe andele i syndikatlån. Processen er beskrevet i afsnit 2.7) Kreditorskifte i syndikatlån – Det sekundære lånemarked.

Ved at lade handlen gå gennem det sekundære lånemarked, får alle kreditorer ikke buddet om at blive købt ud af debitor. Det stiller derfor ikke kreditorerne lige.

4b) Solicitation process (anmodningsproces)

Debitor anmoder samtlige kreditorer om at komme med tilbud, der angiver hvilken kurs de vil sælge til og størrelsen af fordringen de ønsker at sælge.

Når budrunden er slut kan debitor vælge, hvilke dele han ønsker at købe, og hvor stort et beløb han vil bruge til DBB. Debitor skal acceptere bud i invers orden af prisen der er tilbudt. Dvs. det laveste bud accepteres først og så fremdeles. Hvis der er flere bud til samme pris, skal disse købes pro rata⁹⁷.

Eksempel:

De 3 laveste bud der modtages er:

- 1) €50M nominel værdi til kurs 20, salgspris: €10M
- 2) €100M nominel værdi til kurs 40, salgspris: €40M

⁹⁵ Når efterspørgslen stiger, vil prisen stige (i dette tilfælde kursen)

2. ⁹⁶ I et DBB er det ofte meget stor summer der købes tilbage for, se afsnit

6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa.

⁹⁷ Solicitation process er beskrevet i klausul 30 *Debt Purchase Transactions*.

3) €200M nominel værdi til kurs 40, salgspris: €80M

Debitor ønsker at bruge €100M til tilbagekøbet. Da kreditor 2 og 3 begge har tilbudt kurs 40, skal €90M fordeles pro rata i mellem deres bud. Kreditor 2 får solgt 33,3% mens kreditor 3 får solgt 66%. Det giver tilbagekøbet en fordeling som følger:

1) Salgspris €10M. Kurs 20. Nominel værdi €50M

2) Salgspris €30M. Kurs 40. Nominel værdi €75M

3) Salgspris €60M. Kurs 40. Nominel værdi €150M

DBB bliver gennemført med køb for €100M til gennemsnitlig kurs 36. Der er købt gæld tilbage med nominel værdi af €275M.

En solicitation process er det man kalder en *discriminatory model*⁹⁸, dvs. at vinderne af budrunden ikke får den samme kurs for "varen".

Markedsprisen i dette tilfælde er kurs 40. Kreditor 1 har solgt til en lavere kurs end markedsprisen, mens kreditor 2 og 3 har solgt til markedspris.

4c) Modificeret hollandsk auktion

En hollandsk auktion er en auktionsform hvor prisen på varen bliver udbudt til en høj pris, prisen sænkes derefter gradvist indtil der kommer et bud. Det første bud der kommer, bliver det vindende bud.

I den finansielle verden bliver hollandsk auktion brugt i en modificeret form, som giver en uniform (dvs. ens) pris til vinderne af auktionen. Den modificerede hollandske auktion bruges fx i forbindelse med ny udstedelse af amerikanske statsobligationer og af og til i forbindelse med IPOs og virksomheders aktietilbagekøb⁹⁹. Det er en egnet model, når der er mange identiske "varer", der sælges (eller købes) på samme tid.

En hollandsk auktion i forbindelse med et DBB vil foregå ved at debitor annoncerer overfor kreditorerne, hvor stort et beløb debitor ønsker at købe gæld tilbage for og beder om at få bud fra interesserede kreditorer. De interesserede kreditorer sender deres bud som indeholder information om kursen der vil sælges til og størrelsen på fordringen de ønsker at sælge. Når budrunden er slut fastsættes der en *clearing price*, som er defineret som den højeste kurs der kan fås, for at debitors fulde købsbeløb bliver brugt. Alle bud på eller under *clearing price* vil blive købt til *clearing price*. Hvis dette giver et for højt beløb, vil buddene blive købt pro rata¹⁰⁰.

⁹⁸ Brealey (2011) s. 404

⁹⁹ Brealey (2011) s. 403 og s. 422,

¹⁰⁰ Beskrivelsen af DBB ved hollandsk auktion er inspireret af en beskrivelse af hollandsk auktion ved IPO jf. Robinson (2010).

Eksempel:

Debitor tilbyder at købe gæld tilbage for €100M. De tre laveste bud fra kreditorerne er:

- 1) €50M nominel værdi til kurs 20
- 2) €100M nominel værdi til kurs 40
- 3) €100M nominel værdi til kurs 50.

"*Clearing price*" bliver kurs 50. Hvilket samlet ville give et tilbagekøb på

€25M+€50M+€50M=€125M. Da debitor kun ønsker at købe gæld for €100M skal det fordeles pro rata, hvilket giver 80 % til hver kreditor. Det giver tilbagekøbet en fordeling på de tre bud:

- 1) Salgspris: €20M, til en nominel værdi af €40M
- 2) Salgspris: €40M, til en nominel værdi af €80M
- 3) Salgspris: €40M, til en nominel værdi af €80M

Auktionsmodellen omtales også som en *uniform price model* i modsætning til en *discriminatory price model*¹⁰¹. Uniform price model giver teoretisk set en mere markedskorrekt pris og reducerer *Winner's curse* problemer¹⁰².

4d) Open Order process (åben ordre proces)

Debitor giver et tilbud til samtlige kreditorer på hvilken kurs debitor vil købe tilbage til og hvor stort et beløb der vil købes tilbage for. Budrunden løber over et fastsat antal dage og accepteres løbende. Hvis to bud kommer samme dag og betyder at debtors købsbeløb bliver overskredet, skal debitor acceptere de to bud pro rata¹⁰³.

Eksempel:

Debitor tilbyder at købe for €100M til kurs 50, dvs. i alt købes der gæld for en nominel værdi af €200M.

Open Order process er ligesom en hollandsk auktion en *uniform price model*, idet kreditorerne bliver købt ud til samme pris. Pro rata fordelingen sikrer at kreditorerne bliver stillet lige.

¹⁰¹ I en *discriminatory model* er vinderbuddene ikke ens Brealey (2011) s. 404.

¹⁰² *Winner's curse* er en finansiel teori, der beskriver at vinderen af en auktion altid vil have betalt for meget for varen. Frank (2008) s. 203

¹⁰³ Open order process er beskrevet i klausul 30 *Debt Purchase Transactions*.

Hvis debtors fulde tilbagekøbsbeløb bliver brugt, tyder det på at kursen debitor har tilbudt enten har været markedsprisen eller har været højere end markedsprisen. Hvis kursen har været højere end markedsprisen vil pro rata fordelingen sikre, at kreditorerne får lige andel i den høje salgskurs.

Bliver debitor tilbagekøbsbeløb derimod ikke brugt, tyder det på at kursen der blev tilbudt var for lav. De kreditorer som indgår i handlen har derfor solgt til under markedspris.

4.2.5) Debtors økonomiske situation

Et sidste perspektiv, som jeg vurderer er vigtigt i forbindelse med et DBB, er debtors økonomiske situation.

5a) Debitor er i forhøjet risiko for konkurs

Kursen på lånene vil afspejle den risiko, der er forbundet med dem. Hvis en investor kan købe et lån med en lavere risiko, hvor der kan fås den samme margin, vil kursen naturligvis være højere på dette lån. Hvis debitor er tæt på konkurs vil kursen være meget lav, men selv hvis debitor blot er underpræsterende, kan man sige, at der er en forøget risiko for konkurs som kan påvirke kursen. Jo bedre debitor præsterer jo mere sikkert er det at kreditorerne vil få deres penge.

5b) Debitor er ikke i forhøjet risiko for konkurs

Er debitor ikke nødlidende er det blot de almindelige markedsvilkår, som skyldes konjunkturerne, der giver debitor mulighed for at købe fordringen til under kurs pari, hvilket ofte var tilfældet under finanskrisen.

Ofte spillede både konjunkturerne og debtors dårlige økonomiske situation ind på kursen, hvilket var selvforstærkende.

4.3) Opsummering af "Debt buyback som fænomen"

På baggrund af min undersøgelse når jeg frem til, at DBB dækker over mange forskellige typer af transaktioner, som er en kombination af, hvem der er erhverver, hvad der sker med fordringen efter erhvervelsen, hvordan DBB finansieres og hvordan det gennemføres. Herudover er debtors konkursrisiko også en faktor der skal tages højde for.

Ad Erhververen)

Set fra kreditors perspektiv er der to overordnede erhververe: En indenfor skyldnerkoncernen og en udenfor skyldnerkoncernen (sidstnævnte en associeret til sponsor).

Ad Fordringen status efter erhvervelsen)

Som udgangspunkt vil erhververen blive en del af syndikatet. Det kræver en godkendelse i syndikatet, hvis fordringen skal eftergives eller udgå af syndikatet.

Ad Finansieringen)

For at de frie pengestrømme kan bruges til finansiering, skal det være et selskab fra skyldnerkoncernen, der er erhverver. Endvidere kan de frie pengestrømme være underlagt krav om tvungen førtidig indfrielse i kontrakten.

Ad Gennemførelsen)

Gennemførelsen bør ske ved en modificeret hollandsk auktion, da det vil give en mere markedsnær kurs. Markedskursen indfinder sig naturligt i forbindelse med auktionen. Desuden er hollandsk auktion en uniform prismodel, hvilket betyder at kreditorerne får samme kurs og dermed en behandling. Open Order process er også en uniform prismodel, som kan være et godt alternativ til en modificeret hollandsk auktion. Ved Open Order process vil kursen dog ikke nødvendigvis afspejle markedskursen, men vil som oftest ligge enten over eller under, da kursen afhænger af hvad debitor tilbyder at købe til.

Ad debtors konkursrisiko)

Kursen på lånene vil være lavere, hvis debitor er i forhøjet risiko for konkurs. Er debitor ikke i risiko for konkurs formodes det at være konjunkturerne, der kan resulterer i at debitor kan købe fordringen til under kurs pari.

5) Parterne i debt buybacks

Der er potentielt rigtig mange konsekvenser ved en DBB og jeg har derfor ikke haft mulighed for at identificere samtlige konsekvenser. Nedenstående skal derfor ses som et udvalg af de mulige konsekvenser, der kan være ved DBB for de forskellige parter.

Parterne i et DBB er: Debitor (Erhververen), Kreditor), sælgere og kuratorer (de tilbageværende kreditorer i syndikatet). Konsekvenserne for de respektive parter vil blive gennemgået hver for sig nedenfor.

5.1) Debitor/erhververen

De positive og negative konsekvenser for debitor vil især afhænge af en kombination af, hvem der er erhververen (perspektiv 1 jf. afsnit 4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback), og hvad der sker med gælden efterfølgende (perspektiv 2 jf. afsnit 4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback). Af hensyn til overblikket har jeg lavet to matricer, som opsummerer hhv. fordele og ulemper ved DBB afhængigt af hvilken type DBB, der laves. Jeg tager udgangspunkt i matricerne til at forklare kort om fordele og ulemper.

5.1.1) Fordele for debitor/erhververen

Nedenstående matrice viser de forskellige kombinationer i en DBB. For en nærmere beskrivelse af hvad der menes med "erhververen" og "Fordringens status efterfølgende" henvises til hhv. afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback og 4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback.

Hvis låntager selv køber fordringen, vil der højst sandsynligt ske konfusion, som beskrevet under afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback. Jeg tager derfor ikke stilling til disse to kombinationer. Nedenfor vil de forskellige fordele, som ses opremset i noteform i matricen, blive beskrevet.

1 - Erhververen 2 - Fordringens status efterfølgende	1a - Låntager	1b - søsterselskab	1c - datterselskab	1d Sponsor
2a – Fordringen forbliver under syndikatet	Konfusion?	Nedgearing, SSL §11, SSL §11C, Påvirke syndikatet	Nedgearing, SSL §11C, Påvirke syndikatet	Investering, Påvirke syndikatet
2b - Fordringen udgår af syndikatet, men forbliver en fordring ejet af erhververen	Konfusion?	Nedgearing, SSL §11, SSL §11C	Nedgearing, SSL §11C	Investering
2c - Fordringen eftergives af erhververen	Nedgearing	Nedgearing	Nedgearing	Nedgearing

Figur 20: Fordele for erhververen/debitor ved DBB

Kilde: Egen tilvirkning

5.1.1.1) Nedgearing¹⁰⁴

En oplagt fordel ved DBB er muligheden for at nedbringe gælden og dermed nedbringe gearingen af virksomheden. Som nævnt i afsnit 2.3) Låntagerens gældsstruktur, er virksomhederne ofte meget højt gearet (deraf navnet *gearede syndikatlån*). Den høje gearing har fordele ved at kunne mindske skattebetalinger, da virksomheden kan trække renter fra i skat, men den høje gearing øger også risikoen for konkurs og gør virksomheden mere sårbar overfor konjunkturændringer¹⁰⁵.

En nedgearing kan hjælpe virksomheden til at kunne overholde finansielle covenants i lånekontrakten. Da de finansielle covenants skal overholdes på koncernniveau¹⁰⁶, er det ligegyldigt hvem i skyldnerkoncernen, der er erhverver.

Ved en DBB blive gælden nedbragt med en større andel end ved en førtidig indfrielse. Sker DBB et I forbindelse med en kapitalforhøjelse i stedet for ved frie pengestrømme (se afsnit 4.2.3) Finansieringen af et debt buyback). Bliver gearingen forbedret i højere grad, da egenkapitalen forhøjes og gælden nedbringes (med en større andel) i samme ombæring. For at illustrere indvirkningen på gearingen er der her et forsimplet eksempel med 3 handlemuligheder for virksomheden.

¹⁰⁴ På engelsk *deleverage*.

¹⁰⁵ Brealey (2011) ch. 18, vedr. optimal gearing.

¹⁰⁶ Jf. Klausul 26

Eksempel: Virksomhedens finansielle gearing er 80%, hvor fremmedkapital udgør €800M og egenkapital udgør €200M¹⁰⁷. Kursen på lånene er 50. Virksomheden har €100M i frie pengestrømme. Jeg ser bort fra skattebetaling, således at de €100M kan bruges til DBB eller til at forbedre egenkapitalen.

- 1) Der laves ikke DBB. Egenkapitalen øges til €300M og gearingen bliver til 73%¹⁰⁸.
- 2) DBB gennemføres med finansiering gennem de frie pengestrømme, der købes gæld med nominel værdi €200M for €100M. Fremmedkapitalen nedbringes til 600. Gearing bliver 75%¹⁰⁹.
- 3) DBB laves med finansiering gennem en kapitalforhøjelse på €100M. Der købes gæld tilbage for nominel værdi af €200M. De frie pengestrømme bruges til øgning af egenkapitalen. Efter DBBet udgør egenkapitalen €400M og fremmedkapitalen €600M, gearingen er nedbragt til 60%¹¹⁰.

Det er som sagt et meget forsimplet eksempel. Pointen er, at når virksomheden bruger de frie pengestrømme til DBB, forbedrer det ikke nødvendigvis den finansielle gearing¹¹¹. Man kan se det som et kuriosum, men det skal tilføjes at den finansielle gearing naturligvis ikke kan ses isoleret set. Ved at nedbringe gælden, bliver der færre renteudgifter, hvilket kan forbedre likviditeten fremadrettet og dermed fremadrettet hjælpe til at overholde finansielle covenants.

5.1.1.2) SSL §11

I mange europæiske lande¹¹² er der lavet tiltag, der skal mindske den meget høje gearing af virksomheder. Dette er blandt andet gjort ved rentefradragsbegrænsningerne i reglerne om tynd kapitalisering, som i Danmark er lovfæstet i Selskabsskatteloven (SSL) § 11. Reglerne om tynd kapitalisering tilsiger at et selskab alene kan fratrække renteudgifter og kurstab på den såkaldte "kontrollerede gæld" fra, når omfanget af den samlede gæld og egenkapital ikke overstiger forholdet 4:1. "Kontrolleret gæld" er koncern intern gæld eller gæld til tredjemand, som koncernen har stillet sikkerhed for¹¹³. Da koncernen stiller sikkerhed for syndikatlånet er det omfattet af reglerne om tynd kapitalisering og der kan derfor være rentefradragsbegrænsninger.

¹⁰⁷ $800/(800+200)=0,8$

¹⁰⁸ $800/(800+300)=0,73$

¹⁰⁹ $600/(600+200)=0,75$

¹¹⁰ $600/(600+400)=0,60$

¹¹¹ Afhænger af kursen i DBBet og den effektive skatteprocent.

¹¹² Bla. England og Tyskland jf. Markland (2008)

¹¹³ Hansen (2009) s. 599

Hvis gælden købes tilbage af et datterselskab konsolideres gælden hos låntager. Gælden bliver derfor ikke længere regnet med som en del af den kontrollerede gæld, da den ligger i "samme streng" af selskabsstrukturen som låntager selv. Det kan derfor være en fordel at lade et datterselskab købe gælden tilbage.

5.1.1.3) SSL §11C

I 2007 indføre man i Danmark yderligere rentefradragsbegrænsninger. Selskabsskatteloven (SSL) §11 b (Renteloftsreglen) og SSL §11C (EBIT-reglen). SSL §11 C begrænser retten rentefradrag, hvis EBIT nedsættes med mere end 80% som følge af nettofinansieringsudgifterne (EBT 20% af EBIT). De nye regler gav særlige incitamenter for danske selskaber til at lave DBB. Pga. sambeskatningsregler mindsker DBB rentefradragsbegrænsningen, når det er et koncerninternt selskab, der er erhverver og ikke eftergiver lånet. Renteindtægterne i DBV'et og renteudgifterne i den gældsatte virksomhed blive sambeskattet. DBV'et modtager endvidere kursgevinst i forbindelse med afdrag på gælden. Kursgevinsten bliver dermed fordelt over en længere periode og altså ikke som en samlet beskatning, som det vil være tilfældet ved en eftergivelse af gælden¹¹⁴.

I forlængelse af beskrivelsen af danske, skattemæssige fordele, skal det kort nævnes, at der i England indtil oktober 2009 også var stærke incitamenter til at have en koncernintern erhverver i et DBB. I forbindelse med UK *Stimulus Package*¹¹⁵ var der givet skattefritagelse på kursgevinsten i forbindelse med DBB. Der blev sat væsentlige begrænsninger på denne mulighed i oktober 2009, da især flere banker, havde udnyttet mulighederne uden at det skete i forbindelse med redning af nødlidende selskaber¹¹⁶.

5.1.1.4) Påvirke syndikatet

Bliver erhververen en del af syndikatet, er der mulighed for at påvirke syndikatet i den retning, der er bedst for debitor. Virksomheden får altså en interessepartner med i syndikatet. Dette kan være en fordel i forbindelse med forhandling af ændring i de finansielle covenants eller hvis debitor er i vanskeligheder og skal have henstand med betaling.

5.1.1.5) Investerings

Den der tættest på pengene har det bedste kendskab til dem. Kapitalfonden og naturligvis også koncernen, har en større indsigt i *Target*, som er virksomheden der skal levere pengestrømmene til at

¹¹⁴ Pga. Realisationsprincippet i kursgevinstloven § 25, der tilsiger at kursgevinster skal medregnes i skatteindkomsten i det år hvor kursgevinsten realiseres.

¹¹⁵ Lavet til at hjælpe virksomheder i svært økonomiske vanskeligheder. Jf. Dammers (2009)

¹¹⁶ SJBerwin (2009) og Dammers (2009)

servicere gælden. Der kan således foreligge asymmetrisk information¹¹⁷. Erhververen i et DBB har nogle andre forudsætninger for at vurdere værdien af lånet end udenforstående (herunder kreditorerne) har. Dette kan give kapitalfonden et forspring til at lave en god investering, fordi de med deres "insider" viden vurderer at lånet er undervurderet i markedet.

5.1.2) Negative konsekvenser

Nedenstående matrice er opbygget på samme måde som matricen i forrige afsnit. I matrice er indsat, hvilke kombinationer, der kan give potentielt negative konsekvenser for debitor.

1 - Erhververen 2 - Fordringens status efterfølgende	1a - Låntager	1b - søsterselskab	1c - datterselskab	1d Sponsor
2a – Fordringen forbliver under syndikatet	Konfusion?	Subordineret, Syndikatforholdet	Subordineret, Syndikatforholdet	Syndikatforholdet
2b - Fordringen udgår af syndikatet, men forbliver en fordring ejet af erhververen	Konfusion?	Subordineret	Subordineret	-
2c - Fordringen eftergives af erhververen	-	Ingen skattemæssige fordele	Ingen skattemæssige fordele	-

Figur 21: Ulemper ved DBB for debitor.

Kilde: Egen tilvirkning

5.1.2.1) Subordineret

Hvis det er et selskab indenfor skyldnerkoncernen, der er erhverver, vil gælden som nævnt i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback, med stor sandsynlighed bliver subordineret den øvrige gæld, da det bliver et koncerninternt lån. Dette problem vil ikke gøre sig gældende, hvis det er Sponsor, der er erhververen.

5.1.2.2) Syndikatforholdet

Det blev nævnt som en fordel lige ovenfor, at der kan være mulighed for at påvirke syndikatet, hvis gælden bliver stående som en del af syndikatlånet. Dette har naturligvis også negative konsekvenser, idet det kan betyde at debtors forhold til de øvrige syndikatmedlemmer bliver anstrengt.

Syndikatmedlemmerne er meget naturligt ikke interesseret i at der er en, der varetager debtors interesse frem for deres fælles bedste som kreditorer.

¹¹⁷ Se også afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback.

I forbindelse med DBB skal det af hensyn til det fremtidige samarbejde med syndikatet også overvejes, hvordan gennemførelsen af DBB (jf. afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback. Hvis ikke alle syndikatmedlemmer får lige adgang til at sælge deres andel kan de føle sig forbigået, hvilket kan få negative konsekvenser for det fremtidige samarbejde.

5.2) Kreditor - sælger

For kreditoren, der sælger sin fordring i forbindelse med et DBB, kan det ses som et alternativ til at sælge fordringen til en anden investor på det sekundære marked. Med DBB bliver der en markedsdeltager mere, som der kan sælges til. Hvis debitor er i risiko for konkurs vil kursen på lånet på det sekundære marked afspejle dette. Hvis det sekundære marked ud over det, er stillestående, som tilfældet var under kreditkrisen, kan kursen bliver lavere end den markedskurs, der burde afspejle risikoen på lånet.

Under kreditkrisen søgte mange kreditorer mod mere sikre lån¹¹⁸, hvilket pressede priserne på de gearede lån, som er mere risikofyldte. Mange af lånene der blev indgået lige op til finanskrisen blev indgået på ikke så attraktive vilkår set fra kreditorernes side. De nye lån der blev udstedt med samme risikoprofil, havde bedre kreditorvilkår og pressede derfor prisen på de "gamle" lån¹¹⁹.

Overordnet kan DBB skabe mulighed for at få en højere kurs for lånet, end der ville kunne fås på det sekundære marked, da der kan foreligge asymmetrisk information. Det omvendte kan dog også gøre sig gældende, hvis salget foregår som budrunde. Som beskrevet i afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback giver hollandsk auktion og open order process den bedste kurs set fra kreditors side.

Her spiller konkursrisikoen også ind, hvor *Winner's curse* problematikken¹²⁰ kan blive større. Man kan forestille sig, at kreditorerne ender ud i en underbudsproces, hvor de er villige til at byde meget lavt for at sikre sig at komme ud af lånet, da konkursrisikoen er høj. Betydningen af konkursrisikoen uddybes i næste afsnit.

5.3) Kreditor - de tilbageværende syndikatmedlemmer

For de tilbageværende kreditorer i syndikatet kan der være flere konsekvenser. For det første har de interesse i hvad der sker med fordringen, for det andet kan det have konsekvenser for værdien af syndikatlånet. Dette vil blive gennemgået nedenfor.

¹¹⁸ Som beskrevet i afsnit 3.2) Det gearede syndikatlånemarked under finanskrisen.

¹¹⁹ Som beskrevet i afsnit 3.2) Det gearede syndikatlånemarked under finanskrisen

¹²⁰ Jf. afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback.

5.3.1) Perspektiv 2a)

Som nævnt ovenfor under de negative konsekvenser for debitor, er kreditor naturligvis ikke interesseret i, at debitor eller debtors sponsor bliver en del af syndikatet, som det er tilfældet ved perspektiv 2a) omtalt i afsnit 4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback.

Opnår erhververen gennem et DBB en dominerende position i syndikatet kan dette blive udslagsgivende, hvis debitor søger om at få bedre vilkår, som fx at få slækket på nogle af de finansielle covenants, eller få betalingsudsættelse, hvor en majoritet af syndikatet skal godkende det¹²¹.

5.3.2) Perspektiv 2b) og 2c)

Som omtalt i afsnit 4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback, kræver det godkendelse af en majoritet af syndikatmedlemmerne, hvis lånet skal udgå af syndikatet (jf. perspektiv 2b) eller hvis lånet bliver eftergivet (jf. perspektiv 2c). En sådan godkendelse bliver nok ikke svær at få igennem for erhververen, da syndikatmedlemmerne har interesse i, at lånet udgår af syndikatet, jf. ovenfor.

5.3.3) Perspektiv 6 - Konkursrisiko

Debtors konkursrisiko er et relevant perspektiv for de tilbageværende syndikatmedlemmer, hvis det er en indenfor skyldnerkoncernen der er erhverver i DBBet. Hvis debitor efterfølgende går konkurs kunne midlerne, der blev brugt til DBB i stedet være blevet brugt til at opfylde forpligtelserne overfor samtlige kreditorer.

Hvis konkursen bliver en realitet, kan DBBet måske blive omstødt som værende en kreditorbegunstigelse jf. Konkursloven (KL) §74. For at KL§74 kan anvendes, skal salget været foretaget på et tidspunkt, hvor debtors insolvens var foreliggende og var det der førte til den senere konkurs. Det er endvidere betinget af, at boet kan bevise at den begunstigede kendte eller burde kende til debtors insolvens og endelig også at dispositionen er "utilbørlig"¹²².

Det er dog lidt mere komplekst en som så, da kreditoren i DBBet solgte sin fordring til under kurs pari. Kreditoren har derfor allerede taget et tab på fordringen. Det vil først være en begunstiging på de øvrige kreditorers bekostning, hvis dividenden, der kommer ud af konkursen er mindre, end den kurs der blev solgt til.

5.3.4) Hvordan påvirker debt buyback kursen på det resterende syndikatlån?

En væsentlig faktor set fra de resterende kreditorers synspunkt er, om deres del af lånet bliver mindre værd i forbindelse med DBB. Hvis deres lån bliver mindre værd, som følge af DBB, vil der meget

¹²¹ Denne problemstilling er blandt andet beskrevet af Neil Murray, partner hos Travis Smith, Murray (2008).

¹²² Jf. Ørgaard (2011) s. 141 ff.

naturligt være en modstand imod det. Værdien af deres lån viser sig i kursen, det kan sælges til. Hvis kursen på lånet stiger, vil lånet være mere værd og omvendt hvis kursen falder. Kursfastsættelsen af syndikatlån på det sekundære marked er komplekst. Det nedenstående, skal derfor ikke ses som et endeligt resultat, men som en simpel tilgang til og fortolkning af nogle mekanismer, der vil gøre sig gældende i forbindelse med fastsættelse af kursen. jf. figur 9¹²³ udviklede kursen på de syndikerede lån sig ved begyndelsen af finanskrisen til at følge aktiemarkedet. Man kan sige at prissætningen af aktier afhænger af virksomhedens forventede fremtidige indtjening og virksomhedens risiko for konkurs¹²⁴. For de syndikerede lån er det derimod primært risikoen for konkurs der påvirker kursen. Som optakt til hvordan kursen på lånene påvirkes i forbindelse med DBB, har jeg opstillet fire "bud" for hvordan kursen vil udvikle sig. Buddene tager udgangspunkt i de foregående afsnit¹²⁵

Bud 1:

En nedgearing af virksomheden kan potentielt øge kursen på det resterende lån. Da en mindre gearing mindsker konkursrisikoen.

Bud 2:

Sker DBB ved finansiering gennem ny aktiekapital fra investorerne, vil det ikke svække kursen på det resterende lån (da alternativet ses som, at der ikke sker hverken kapitalforhøjelse eller DBB). Derimod kan det få kursen til at stige, da gearingen mindskes.

Bud 2:

Er det sponsor der er erhverver, har det ikke nogen betydning om kreditor er i risiko for konkurs, eftersom der ikke er adgang til kapitalen fra sponsor i tilfælde af en konkurs.

Bud 4:

Hvis det er en fra skyldnerkoncernen der er erhverver, har det ingen betydning, hvad der sker med gælden efter DBB, da det i alle tilfælde vil resultere i en lettet balance på koncern-niveau.

¹²³ Fra afsnit 3.2) Det gearede syndikatlåne marked under finanskrisen

¹²⁴ Jf. Brealey (2011) ch. 4, DCF modellen. Risiko for konkurs skal forstås som, at aktionærernes forventede afkast afspejler risikoen for konkurs.

¹²⁵ Afsnit 4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback og 5.1) Debitor/erhververen.

Der er fem scenarier af DBB, som er en kombination af forskellige af perspektiverne beskrevet i afsnit 4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback, som sammenkædet med de ovenstående 4 bud resulterer i forskellige konsekvenser, for værdien af de tilbageværende kreditors lån.

De fem scenarier beskrives lige nedenfor hver for sig og samles efterfølgende i et beslutningsdiagram.

Scenarie 1:

- Debitor er i konkursrisiko
- Erhververen er fra skyldnerkoncernen
- Finansieringen sker ved frie pengestrømme
- Konsekvens 1: Potentielt et problem for de tilbageværende kreditorer. Negativt: Der kan være risiko for, at der er sket kreditorbegunstigelse jf. lige ovenfor. Positivt: Der bliver færre renteudgifter for debitor, hvilket kan gøre likviditeten bedre og dermed øge debitors mulighed for at kunne servicere den resterende gæld. Endvidere vil der være færre kreditorer der har et krav i tilfælde af konkurs.

Scenarie 2:

- Debitor er i konkursrisiko
- Erhververen er fra skyldnerkoncernen
- Finansieringen sker ved ny aktiekapital fra investorerne
- Konsekvens 2: Positivt for de tilbageværende kreditorer.
Jf. bud 2, vil det ikke være til skade for de tilbageværende kreditorer. Det vil mindske gearingen og kan gøre det lettere for debitor at overholde finansielle covenants. Endvidere vil de samme positive effekter, som nævnt under scenarie 1 gøre sig gældende.

Scenarie 3:

- Erhververen er ikke fra skyldnerkoncernen (Sponsor erhvervelse)
- Gælden eftergives
- Konsekvens 3: Positivt for de tilbageværende kreditorer. Gearingen mindskes og de samme positive effekter som nævnt under scenarie 2 vil gøre sig gældende.

Scenarie 4:

- Erhververen er ikke fra skyldnerkoncernen (Sponsor erhvervelse)
- Gælden holdes på DBV's balance

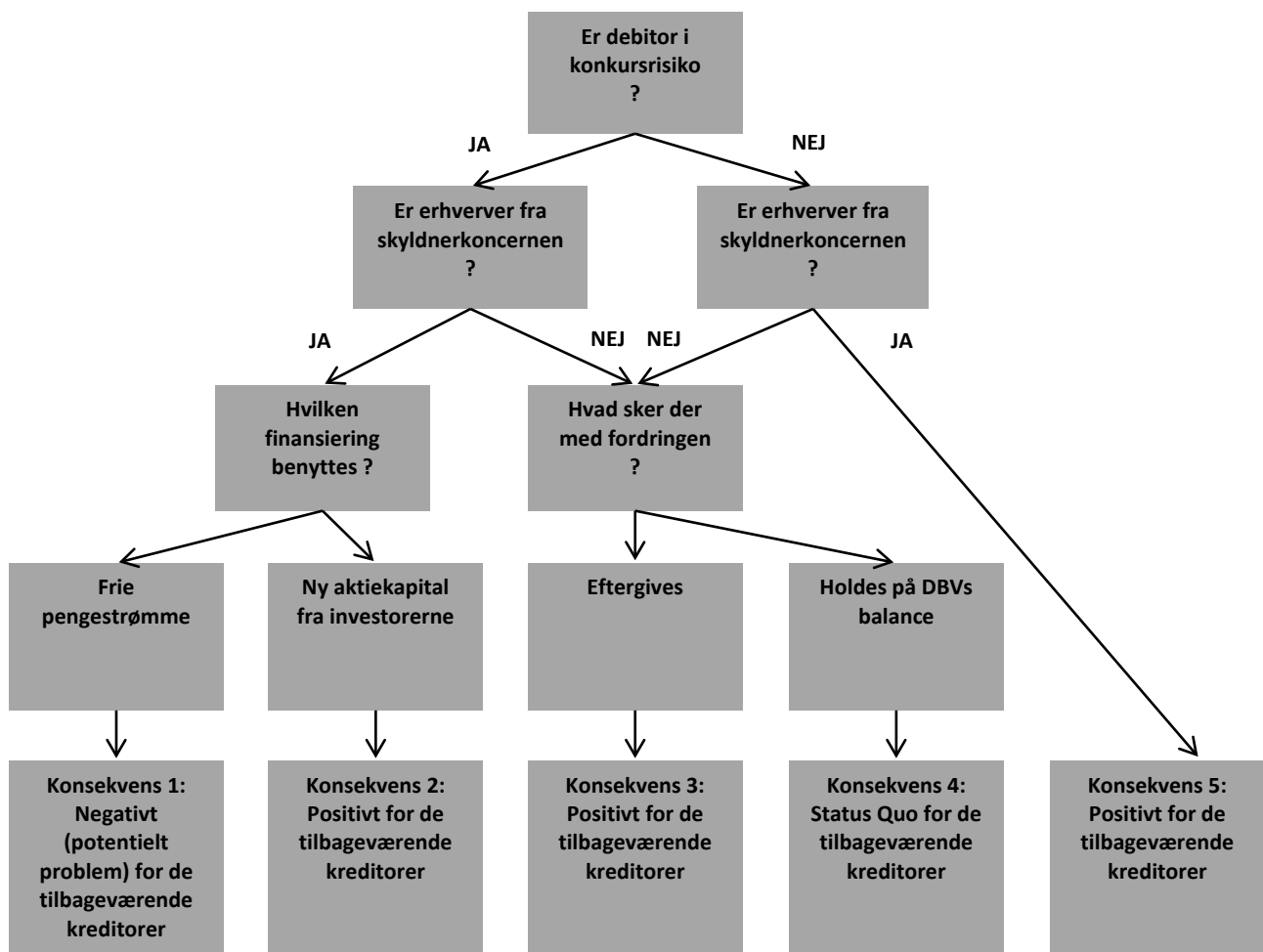
- Konsekvens 4: Status quo for de tilbageværende kreditorer.

Der er ingen ændring i hverken balancen eller rente og afdrags udgifter for debitor. Sponsor er ikke subordineret i konkursrækkefølgen, så der er intet ved DBBet der kan påvirke kursen på det tilbageværende lån (risikoen er uændret).

Scenarie 5:

- Debitor er ikke i konkurs risiko
- Erhververen er fra skyldnerkoncernen
- Konsekvens 5: Positivt for de tilbageværende kreditorer

Hvad enten erhvervelsen sker med frie pengestrømme eller ved tilførsel af ny aktiekapital fra investorerne, vil det potentielt have positiv indflydelse på kursen for det tilbageværende lån jf. scenarie 1 og 2 ovenfor. Ved brug af ny aktiekapital kan det have en større positiv indvirkning end ved frie pengestrømme jf. afsnit 5.1.1.1) Nedgearing.



Figur 22: 5 Scenarier der illustrerer 5 konsekvenser, for værdien af de tilbageværende kreditorers lån.

Kilde: Egen tilvirkning

5.4) Opsummering af "Parterne i debt buybacks"

Jeg konkluderer, at set fra debtors perspektiv, afhænger fordele og ulemper ved DBB af en kombination af, hvem der er erhverver og hvad der sker med gælden efterfølgende. Dels kan der være nogle skattemæssige fordele og dels er der muligheden for at få nedgearret virksomheden og mindske rentebetalingerne. Endvidere kan DBB fungere som en investering. Af ulemper er der særligt risikoen for at forholdet til kreditorerne fremadrettet kan blive dårligt.

Set fra kreditors perspektiv som en af de tilbageværende kreditorer i syndikatet, konkluderer jeg, at der er to typer DBB-transaktioner, der kan have negative konsekvenser og to typer DBB-transaktioner, der kan have positive konsekvenser:

DBB-transaktioner med negative konsekvenser:

1. Debitor er i risiko for konkurs og der bliver brugt frie pengestrømme til tilbagekøbet: DBBet kan potentielt betyde en forringelse af kursen på det tilbageværende lån. Herudover kan kreditor, der har solgt sin fordring, være blevet begunstiget ved transaktionen på bekostning af de øvrige kreditorer.
2. Gælden forbliver under syndikatlånekontrakten: Debitor eller debtors associerede får medbestemmende indflydelse i syndikatet.

DBB-transaktioner med positive konsekvenser:

1. Gælden købes af sponsor og eftergives
2. DBBet finansieres ved, at der bliver indskudt ny aktiekapital.

I begge tilfælde mindskes gearingen af skyldnerkoncernen, hvilket betyder at konkursrisikoen mindskes og kursen potentielt kan blive bedre på den resterende gæld. Færre renteudgifter hos debitor øger debtors likviditet og gør det lettere at servicere den resterende gæld.

Set fra kreditors perspektiv som potentiel sælger er der to faktorer at tage højde:

1. Fordelen ved muligheden for at få solgt sin fordring på trods af et stillestående sekundært marked. Debitor kan have flere incitamenters til at erhverve fordringen end en investor uden indgående kendskab til debitor, dels pga. debtors mulige skattefordele og dels pga. asymmetrisk information.

2. Af hensyn til ligelig behandling af kreditorerne i syndikatet bør DBBet ske ved budrunde. Her er en modificeret hollandsk auktion at foretrække frem for solicitation proces og open order. Førstnævnte vil sikre en markedsrigtig kurs.

6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa

I dette afsnit foretages en tværgående analyse, af de data det er lykkedes at finde vedrørende DBB cases i Europa.

Som nævnt tidligere, er der ikke meget tilgængeligt materiale vedrørende DBB, da de foregår som private handler og der ikke er krav om offentliggørelse af handlerne.

Data omfatter 30 europæiske virksomheder, som har været involveret i DBB i perioden 2007-2012.

Der er blevet lavet flere DBB end disse 30¹²⁶, men da det er private transaktioner er det ikke til at finde frem til hvilke virksomheder det drejer sig om.

Data vedrørende de 30 DBB er fra S&P LCD, artikler på internettet¹²⁷, årsrapporter fra virksomhederne og kapitalfondene¹²⁸ og anden information som virksomhederne har offentliggjort¹²⁹. Målet har været at identificere karakteristika ved de 30 DBB og derefter tolke, hvorfor karakteristika er som de er.

For at identificere karakteristika ved de 30 DBB, er informationerne samlet i en matrice¹³⁰. Som det ses af matricen, er det ikke lykkedes at få samtlige informationer om alle DBB. Nogle selskaber er der information om hvilken kurs der er købt tilbage til mens andre selskaber, er der information om hvordan DBBet er gennemført.

Den nedenstående analyse skal ses i lyset af dette. Det er et ufuldstændigt datamateriale, hvor der tolkes på de karakteristika der synes at være.

6.1) Virksomhedens hjemland

Næsten en tredjedel af de 30 DBB er virksomheder med base i Storbritannien. At Storbritannien er overrepræsenteret kan skyldes de særlige skattefordele virksomhederne kunne få i forbindelse med DBB som nævnt i afsnit 5) Parterne i debt buybacks.

Der er to danske virksomheder blandt de 30 cases: Icopal og TDC. Ifølge deres årsrapporter har begge de to danske virksomheder gjort brug af skattefordelene der opstod ved at mindske rentefradragsbegrænsningerne som nævnt i afsnit 5) Parterne i debt buybacks.

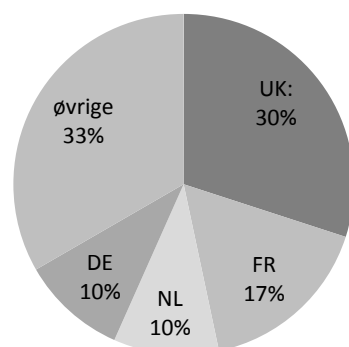
¹²⁶ Nordea Bank Danmark har været part i 4-5 danske virksomheders DBB. Jeg har kun fundet information om 2 danske virksomheder, der har foretaget DBB jf. interview med Peter Møller Pedersen fra Nordea Bank Danmark.

¹²⁷ Carlsson-Sweeny (2008), SJBerwin (2008), Arnold (2008), Glover (2008), Kirkland (2008), Murray (2008) og Berris (2008)

¹²⁸ Jf. bilag 1, virksomhederne markeret med gråt.

¹²⁹ Information fra Yell Groups og Dockwise Transports hjemmesider (børsnoterede selskaber, derfor mere offentlig tilgængelig information).

¹³⁰ Se bilag 1.



Figur 23: DBB fordelt på lande (baseret på 30 cases)

Kilde: Egen tilvirkning, baseret på case study af 30 cases.

6.2) Investorer i selskaberne

28 ud af de 30 case virksomheder er kapitalfondsejede. At det primært er kapitalfondsejede virksomheder, der har lavet DBB, har to oplagte årsager:

- For det første er samtlige DBB efter mit vidende vedrørende gearede syndikatlån, og da de fleste gearede syndikatlån som nævnt er lavet i forbindelse med kapitalfondes LBO'er, er der naturligvis som oftest en kapitalfond bag virksomheden.
- For det andet skal kapitalfonde i sagens natur besidde den intellektuelle kapital der skal til for at finde alternative finansielle løsninger såsom et DBB, som en almindelig virksomhed ofte ikke har ressourcer til.

6.3) Tidspunktet for DBB

De første DBB sket i 2008, men langt de fleste DBB, hele 62% Datamaterialet er sket i 2009. DBB sket efter 2009 udgør kun 19%, hvilket der kan være to årsager til:

- 1) Markedet har rettet sig¹³¹. De lave kurser, der skyldtes kreditkrisen i den finansielle sektor gør sig ikke længere gældende. Det er nu primært DBB, som foregår i forbindelse med nødlidende selskaber, hvor kreditorerne formodentlig allerede har nedskrevet på lånene.
- 2) Der er ikke lige så stort fokus på DBB længere. Nyhedsværdien har lagt sig, så de handler som offentligheden kunne få viden om, ofte ikke kommer frem i medierne.

¹³¹ Se afsnit 10.1) Syndikatlånemarkedet i dag

6.4) Kurs, og størrelse af DBB

Der er kursinformationer for 15 af selskaberne. Kursen der er blevet solgt til ligger mellem 35 og 93 med et gennemsnit på 60. Det gennemsnitlige nominelle beløb, der er købt tilbage ved hver transaktion er €214M (info fra 17 selskaber). Det gennemsnitlige beløb der er blevet brugt til DBB ved hver transaktion er €119M (info fra 20 selskaber).

Der er ikke noget entydigt at aflæse ud af det. Der har været stor spredning i både hvor store beløb der blev købt og til hvilken kurs. Der er heller ingen tendens at se i kursen ift. tidspunktet DBBet er foregået.

6.5) Gennemførelsen af DBB

Der er information om 19 af selskabernes måde at gennemføre DBB på. Det er fordelt meget ligeligt mellem de fire former for gennemførelse, som er beskrevet i afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback: Det sekundære marked (5 DBB), Solicitation process (4 DBB), Modificeret hollandsk auktion (6 DBB) og Open Order Process (4 DBB).

Køb gennem det sekundære marked skete kun to gange efter 2008, hvilket tyder på, at DBB hurtigt blev et mere velkendt fænomen i branchen, hvor man bevidst tog stilling til, hvordan det skulle foregå i stedet for blot at købe gælden på det sekundære marked, som en hvilken som helst anden investor.

6.6) Virksomhedernes oplysning i årsrapporterne

Da det kun er to af selskaberne, der var børsnoteret, da der skete DBB¹³², har mange af de udenlandske årsrapporter ikke umiddelbart været tilgængelige. Der er lykkedes at finde frem til 11 årsrapporter ud af 30. I samtlige årsrapporter nævnes DBBet i ledelsesberetningen, men det er forskelligt hvor tydeligt det fremgår og hvor mange informationer der gives om tilbagekøbet. Generelt er der meget få informationer i årsrapporten om DBB.

Jeg har også kigget i fire kapitalfondes årsrapporter i det år, der blev lavet DBB. Det er kun en enkelt af kapitalfondene (Permira) der kort nævner de DBB der er sket i selskaberne der ejes.

Årsrapporterne har ikke bidraget med megen information om DBB.

6.7) Opsummering af "analyse af 30 debt buybacks i Europa"

På baggrund af datamaterialet for de 30 cases konkluderes det, at DBB ikke er så omfattende et fænomen længere. Det lader derfor til, at DBB er tæt knyttet til konjunkturerne, som kan indvirke

¹³² Yell Group og Dockwise

negativt på kursen af syndikatlånene. Derfor kan DBB blomstre op igen, hvis finansmarkederne udvikler sig negativt.

Datamaterialet giver i øvrigt ikke et entydigt billede af DBB. Dette skyldes, tildels at DBB kan være mange forskellige typer transaktioner, som identificeret i afsnit 4) Analyse af debt buybacks som fænomen men også at informationen, der har været tilgængelig, har været yderst sparsom.

7) Er debt buybacks tilladt under den "gamle" modelkontrakt?

De første DBBs skete i begyndelsen af 2008, hvor de mest omtalte cases var TDC og Fat Face¹³³. Et af kritikpunkterne vedrørende disse DBB var, at TDC og Fat Face købte gæld gennem det sekundære marked og dermed ikke gav alle syndikatmedlemmer mulighed for at sælge deres fordringer på lige fod. Især blev det bemærket, at tilbagekøbene skete uden samtlige kreditors accept.

I afsnittet analyseres det, hvorvidt det er at anse som et kontraktbrud, når der sker DBB omfattet af den "gamle" kontrakt. Den "gamle" kontrakt er i denne sammenhæng modelkontrakten før tilføjelsen af klausul 30 *Debt Purchase Transaction* i september 2008.

I min undersøgelse af DBB har jeg ikke fundet indikationer for, at nogle kreditorer har gjort indsigelse mod DBB. Det kan være fordi eventuelle tvister, er blevet løst ved forlig udenom domstolene, men det kan også være fordi, ingen kreditorer har haft interesse i at gøre indsigelse. Jeg mener hermed, at kreditorerne kan have haft en formodning om, at det var et brud med kontrakten, men at de har anset det for et "efficient breach"¹³⁴. Min analyse i afsnit 5) Parterne i debt buybacks. taler for, at dette kan være tilfældet. Endelig kan det være fordi, kreditorerne har anset det for usandsynligt, at DBBet ville blive anset for et kontraktbrud.

Hvis DBB er at anse for et brud på kontrakten, er der to parter der bryder kontrakten. Det er både debitor, der køber fordringen, men det er også kreditor der sælger sin fordring, der bryder kontrakten. Spørgsmålet er altså om aftalen, der indgås mellem overdrageren (kreditor der sælger) og erhververen (debitor eller debtors associerede) i forbindelse med et DBB er at anse for et brud på syndikatlånekontrakten, hvor de har forpligtet sig overfor de øvrige kreditorer.

Da der ikke er noget domspraksis vedrørende DBB, er det følgende en ren teoretisk udredning af, hvorvidt DBB er tilladt under den "gamle" kontrakt, eller om det vil kunne karakteriseres som et brud på kontrakten.

I tolkningen af hvorvidt DBB udgør et kontraktbrud, skal der tages stilling til to overordnede typer af DBB, som er nærmere beskrevet i afsnit 4) Analyse af debt buybacks som fænomen:

¹³³ Se f.eks: Arnold (2008), Berris (2008), SJBerwin (2008) Markland (2008) og Murray (2008).

¹³⁴ "Efficient breach" er et udtryk der bliver brugt i kontraktøkonomien og beskriver situationer, hvor et kontraktbrud er det økonomisk mest efficiente jf. fx Steven Shavell, *Is Breach Of Contract Immoral?*, Harvard 2005

- a) Sponsor som Erhverver.

Erhververen er en associeret til sponsor og er et selskab uden for skyldnerkoncernen.

Erhververen er derfor ikke bundet af vilkårene i kontrakten¹³⁵.

- b) Et koncerninternt selskab som Erhverver.

Erhververen er et selskab indenfor skyldnerkoncernen og er derfor bundet af vilkårene i kontrakten¹³⁶.

De to typer DBB vil i det nedenstående blive analyseret hver for sig.

7.1) Sponsor som erhverver

Som beskrevet i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback, betegnes det stadig som et DBB, når sponsoren erhverver fordringen gennem et selskab, som ikke er indenfor skyldnerkoncernen.

I denne konstellation er erhververen ikke en part i kontrakten og er derfor ikke bundet af kontraktvilkårene. Alligevel kan der være restriktioner på DBBet, da der, som nævnt i afsnit 2.7.3) Hvem kan der sælges til?, i klausul 29.1 er opstillet restriktioner for hvem der kan indgå i et kreditorskifte. Klausul 29.1 er meget bredt formuleret, der kan ifølge klausulen sælges til 1 "*... a trust, fund or other entity which is regularly engaged in or established for the purpose of making, purchasing or investing in loans...*". Da sponsoren opretter et holdingselskab (et DBV¹³⁷), med netop det formål at investerer i lån, vil selskabet uden væsentlige problemer kunne være omfattet af ordlyden.

Da DBVet ikke er bundet af kontrakten, er der ikke andre klausuler, der kan være til hinder for, at der kan ske DBB gennem selskabet. DBB er altså tilladt efter den "gamle" kontrakt, når det sker gennem et selskab uden for skyldnerkoncernen.

7.2) Et koncerninternt selskab som erhverver

Det er mere komplekst, når DBB sker gennem et selskab indenfor skyldnerkoncernen, da selskabet (herefter betegnet debitor) er omfattet af syndikatlånskontrakten¹³⁸.

Nedenfor gennemgås fire klausuler, der kan sætte begrænsninger for DBB med debitor som erhverver.

¹³⁵ jf. erhverver (d) i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback.

¹³⁶ jf. erhverver (a), (b) og (c) i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback.

¹³⁷ DBV: Debt Buyback Vehicle. Et transparent selskab oprettet med det formål at lave et DBB.

¹³⁸ Jf. afsnit 2.3) Låntagerens gældsstruktur.

1) Klausul 29.1 Changes to the Lenders

Ligesom oven for beskrevet, skal debitor følge definitionen af hvilke selskaber, der kan sælges til jf. klausul 29.1. Der skal som nævnt ikke meget til, for at blive omfattet af definitionen. F.eks. kan det argumenteres, at hvis låntagers koncern jævnlige er engageret i koncerninterne udlån, kan dette tolkes som engageret i långivning og dermed være omfattet af tilladte enheder, der kan sælges til.

Klausul 29.1 er derfor efter al sandsynlighed ikke til hinder for, at der sker DBB gennem et selskab i koncernen.

2) Klausul 12 Mandatory Prepayment

Finansieringen af DBB kan være en anden begrænsning. Som nævnt i afsnit 4.2.3)

Finansieringen af et debt buyback. Er der restriktioner for, hvordan midler i virksomheden skal bruges. Jf. klausul 12 er der krav om tvungen førtidig indfrielse i en række tilfælde, bl.a. midler fra udbytte ved salg af aktiver, ligesom en vis procentdel af *excess cash flow*¹³⁹.

Dette giver dog kun en vis begrænsning, og gør derfor ikke DBB umuligt for debitor. Desuden er der mulighed for at bruge ny aktiekapital, som nævnt i afsnit 4.2.3) Finansieringen af et debt buyback.

3) Klausul 27 General Undertakings

I klausul 27.10 er der restriktioner for, hvilken type forretning moderselskabet eller et nyt selskab i skyldnerkoncernen kan indgå i: "*Neither the Parent nor the Company*¹⁴⁰ *shall trade, carry on any business, own any assets or incur any liabilities except for:*". Lige nedenfor opremses de specifikke forretninger selskabet gerne må indgå i, heriblandt er : 27.10 *b) "ownership of shares in Subsidiaries, intra-Group debit balances, intra-Group credit balances and other credit balances in bank accounts..."*. Gælden, der købes tilbage i et DBB, vil være omfattet af de lovlige forretninger, da det vedrører *intra-Group credit balances* (gældsposter i virksomheden).

De ovenstående tre klausuler er altså ikke umiddelbart til hinder for, at der sker DBB til et koncerninternt selskab.

En sidste klausul som kunne gøre sig gældende er klausulen om førtidig indfrielse.

¹³⁹ *Excess cashflow* (koncernens frie pengestrømme) kan være mellem 50-100% jf. ACT (2008) s. 65

¹⁴⁰ *The Company* defineres i klausul 1 som et NewCo, dvs. et nyoprettet selskab i koncernen.

4) Klausul 11.4 Voluntary prepayment of Term Loans

I kontrakten har debitor mulighed for førtidig indfrielse¹⁴¹ jf. Klausul 11.4: "*A Borrower to which a Term Loan has been made may,prepay the whole or any part of that Term Loan (but, if in part, being an amount that reduces the Base Currency Amount of that Term Loan by a minimum amount of []).*"

Efter en ordlydsfortolkning kan "*any part*" tolkes som:

- a) At debitor frit kan vælge, hvilken del af lånet der skal indfris før tid, dvs. hvilken kreditors del der skal indfris.
- b) At debitor ikke behøver at indfri hele lånet, men kan nøjes med en delvis indfrielse.

Det taler for fortolkning a) at der står *any part* (en hvilken som helst del) i stedet for blot *a part* (en del).

Tolket i sammenhæng med klausul 11.6 giver a) dog ikke nogen mening og det er således klart at b) må være den rette fortolkning. Klausul 11.6 angiver hvornår debitor har ret til at indfri en enkelt kreditor før tid, hvilket læst modsætningsvist må betyde, at debitor ikke har ret til at indfri en enkelt kreditor før tid i andre tilfælde end dem nævnt i klausul 11.6.

Desuden bestemmer klausul 34 *Sharing Among The Finance Parties* at afdrag skal ske pro rata mellem kreditorerne. Hvis der sker en førtidig indfrielse, skal betalingen derfor ske pro rata.

Konklusionen på ovenstående er, at en enkelt kreditor ikke vil kunne lave en aftale om førtidig indfrielse med debitor uden at de andre kreditors gæld bliver indfriet pro rata.

Hvis debtors DBB bliver vurderet som en førtidig indfrielse, vil det jævnfør ovenstående ikke være tilladt under kontrakten. Spørgsmålet er altså om DBB reelt har været en førtidig indfrielse.

Med henvisning til afsnit 4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback, kan der være forskellige scenarier for, hvad der sker med fordringen efter DBB har fundet sted: Hvis fordringen udgår af syndikatet (version (b)) eller bliver eftergivet af debitor, således at gælden bliver elimineret (version (c)), vil det reelle indhold af DBB svare til en delvis førtidig indfrielse, idet den nominelle værdi af det samlede syndikatlån er blevet nedskrevet, og værdien er blevet nedskrevet ved at debitor har ydet en betaling.

¹⁴¹ Det deklaratoriske udgangspunkt er, at debitor kan frigøre sig af gælden til enhver tid jf. GBL §5 stk. 1. Dette er dog ikke udgangspunktet ved et lån med en fast amortisering. Her er antages det, at GBL §5 stk. 1 er fraveget, også selvom dette ikke er aftalt specifikt i låneaftalen (Tamasauskas (2006) s. 360). Andreas Tamasauskas pointerer samme sted, at denne praksis også synes at gøre sig gældende efter engelsk ret.

Syndikatlånet består både af dele der amortiseres (term loan A) og af "bullet payments" (term loan B og C).

Vedrørende version (a), hvor fordringen bliver stående som en del af syndikatet, er det mere usikkert om indholdet vil være det samme som en førtidig indfrielse, da den nominelle værdi af det samlede syndikatlån forbliver det samme. Hvis debtors erhvervede fordring bliver subordineret jf. Interkreditor-aftalen, fordi det bliver en koncernintern gæld¹⁴², taler det for, at DBB de facto er en førtidig indfrielse også i dette tilfælde.

Redefinering af DBB til førtidig indfrielse

DBB er foregået som et salg på markedsvilkår, hvor debitor har købt fordringen til under kurs pari, som en del af et kreditorskifte. Hvis DBB skulle stride imod kontrakten skulle kreditorskiftet (salget) redefineres til at være en førtidig indfrielse.

Ifølge John D. Markland, som er partner hos advokatfirmaet Kirkland & Ellis International i London, vil engelske domstole være tilbageholdende med at redefinere salget til debitor til en førtidig indfrielse. Hans vurdering er baseret på andre nyere domme vedrørende kontraktfortolkning¹⁴³. Marklands fortolkning er i tråd med *common law* principperne, som har en objektiv tilgang til kontraktfortolkning¹⁴⁴, hvilket indebærer en meget strikt ordlydsfortolkning. Når ordlyden i aftalen således lyder på et kreditorskifte, vil domstolene være meget tilbageholdende med at tolke det som en førtidig indfrielse, selvom en førtidig indfrielse de facto er indholdet af aftalen.

I Danmark sker kontraktfortolkning med baggrund i *civil law* og skandinaviske obligationsretlige principper. Generelt er dansk kontraktret karakteriseret ved en høj grad af fleksibilitet, og pragmatik, ligesom fornuftsbetragtninger også tages med i kontraktfortolkning¹⁴⁵. Ordlydsfortolkning er også en central del af fortolkningsprincipperne, men der kan som ovenfor nævnt tages en mere pragmatisk tilgang i fortolkningen. Man vil være mere tilbøjelig til at tolke, hvad det reelle indhold af aftalen er, i stedet for formen på aftalen. I DBB har man lavet et kreditorskifte, hvis reelle indhold er en førtidig indfrielse. Debtors intention med handlen var en førtidig indfrielse, da debitor ikke havde planer om at forblive en del af syndikatet (i version b og c, jf. ovenstående)¹⁴⁶.

Min vurdering er, at man efter dansk ret højst sandsynligt vil se DBB som et forsøg på omgåelse af vilkårene i låneaftalen, da indholdet af kreditorskiftet de facto er en førtidig indfrielse. Jeg vurderer

¹⁴² Diskuteret i afsnit 4.2.2) Fordringens status efter et debt buyback,

¹⁴³ Markland (2008) s. 589

¹⁴⁴ I modsætning til *civil law*, som har en subjektiv tilgang.

¹⁴⁵ Cordero-Moss (2011) s. 234

¹⁴⁶ I version (a) kan det også argumenteres, at det svarer til en førtidig indfrielse for debitor, da gælden bliver en koncernintern gæld hos debitor og dermed reelt er indfriet fra syndikatet også selvom gælden stadig står i *The Syndication Book*.

derfor, at man efter dansk ret vil være mere tilbøjelige til at redefinere aftalen om kreditorskifte til at være en førtidig indfrielse.

Hvis DBB bliver redefineret til at være en førtidig indfrielse har det to konsekvenser:

For det første vil alle syndikatmedlemmerne skulle have del i den førtidige indfrielse jf. klausul 34 om pro rata sharing.

For det andet vil prissætningen til under kurs pari være i modstrid med klausulen om førtidig indfrielse. En lavere indfrielseskurs vil kræve en ændring i aftalen (*amendment*), hvilket kræver majoritetsgodkendelse af kreditorerne¹⁴⁷.

Lovvalget i kontrakterne er som nævnt tidligere engelsk ret¹⁴⁸. Jeg formoder derfor at DBB ikke har været et brud på kontrakten, da kontrakten skal fortolkes efter engelsk ret.

Det er interessant, at vores forskellige kontraktfortolkningsprincipper i civil law og common law lande i dette tilfælde efter min vurdering giver to forskellige resultater. Dette er et eksempel på, at man som dansk kreditor (og debitor) skal være opmærksom på betydningen af at vælge et lovvalg i kontrakten der tager afsæt i common law principper.

7.3) Opsummering af "er debt buybacks tilladt under den "gamle" kontrakt?"

På baggrund af analysen konkluderes det, at hvorvidt DBB har været et brud på den "gamle" kontrakt eller ej, afhænger af om salget (kreditorskiftet) kan blive redefineret til at være en førtidig indfrielse. Jeg konkluderer herefter på baggrund af kilder, at det efter engelsk ret (hvor kontrakts fortolkningen sker efter common law principper) med stor sandsynlighed ikke vil blive redefineret. Jeg tolker herefter, hvordan det vil forholde sig efter dansk ret, som baserer sig på nordiske fortolkningstraditioner. Konklusionen er, at man efter dansk ret vil være mere åben overfor at definere handlen på baggrund af indholdet. Da indholdet i "kreditorskiftet" har været en førtidig indfrielse (med kursregulering), vil det muligvis kunne redefineres. Efter dansk ret har DBB derfor med stor sandsynlighed været et brud med kontrakten.

Da kontrakterne har engelsk lovvalg, konkluderer jeg, at DBB har været tilladt under den "gamle" kontrakt.

¹⁴⁷ 66,67% godkendelse jf. klausul 41

¹⁴⁸ Jf. klausul 45 og ligeledes i de to kontrakter fra Nordea jeg har haft adgang til.

8) Modelkontraktens klausul 30 *Debt Purchase Transactions*

LMA har udtalt at de ser DBB som et kommercielt anliggende, som skal forhandles mellem parterne¹⁴⁹. Klausul 30 *Debt Purchase Transactions*, der blev tilføjet til LFA kontrakterne i september 2008 afspejler dette synspunkt. Klausulen, der skal regulere muligheden for DBB under kontrakten, opstiller to alternative versioner. Det er det eneste sted i modelkontrakten, hvor der opstilles to versioner af en klausul, som gensidigt udelukker hinanden, og som derfor forudsætter at parterne skal fjerne den ene version.

Debt buyback er den betegnelse, der er blevet brugt i mediernes og branchens diskussion af fænomenet i samtlige artikler, der er henvist til igennem afhandlingen. LMA har valgt at bruge udtrykket *Debt Purchase Transactions*, hvilket nok skyldes, at DBB er lidt misvisende, når erhverver er en uden for skyldnerkoncernen¹⁵⁰.

I klausul 1 defineres begreber, der bliver brugt i modelkontrakten. Her er *Debt Purchase Transactions* defineret bredt, som en transaktion, hvor der sker erhvervelse af en fordring eller engagement omfattet af kontrakten gennem *assignment* eller *transfer (novation)*¹⁵¹. Herudover omfattes alle transaktioner under kontrakten, der foregår som *sub-participation* (subdeltagelse) eller et engagement, der har samme økonomiske effekt som *sub-participation*¹⁵². Den samme økonomiske effekt er en meget bred definition, som jeg formoder kommer til at omfatte finansielle derivatprodukter såsom LCDS og måske også CLO produkter¹⁵³, da begge produkter giver afkast på baggrund at lånets udvikling.

Den første version af klausul 30 "*Restrictions On Debt Purchase Transactions*" omfatter klausul 30.1 "*Prohibition on Debt Purchase Transactions by the Group*", som udelukker, at der kan ske DBB, hvor erhververen er en fra skyldnerkoncernen.

Den anden version af klausul 30 "*Debt Purchase Transactions*" omfatter klausul 30.1 "*Permitted Debt Purchase Transactions*", som giver retningslinjer for, hvordan DBB skal foregå, hvis det er en fra skyldnerkoncernen, der er erhverver.

¹⁴⁹ ACT (2008) s. 185

¹⁵⁰ Diskuteret i afsnit 4) Analyse af debt buybacks som fænomen.

¹⁵¹ se afsnit 2.7.1) Novation, Assignment eller Participation.

¹⁵² Jf. ordlyden i klausul 1: "...any other agreement or arrangement having an economic effect substantially similar to a sub-participation".

¹⁵³ LCDS: Loan credit default swaps og CLO: Collateralised Loan Obligations, som omtalt i afsnit 3.1) Det gearede syndikatlånemarked op til finanskrisen.

Herudover er der en enslydende klausul 30.2 "*Disenfranchisement on Debt Purchase Transactions entered into by Sponsor Affiliates*", som skal sikre at sponsor ikke får stemmeret i syndikatet, hvis der sker DBB, hvor erhververen er en udenfor skyldnerkoncernen¹⁵⁴.

I det nedenstående vil de tre dele blive analyseret hver for sig.

8.1) Klausul 30.1, version 1 – Prohibition on Debt Purchase Transactions by the Group

Den første version af klausul 30.1 udelukker, som nævnt lige ovenfor, at der kan ske DBB, hvor en fra skyldnerkoncernen er erhverver: "*The Parent shall not, and shall procure that each other member of the Group shall not, enter into any Debt Purchase Transaction...*"

Herudover er der en valgfri tilføjelse, som udelukker muligheden for, at en fra skyldnerkoncernen kan eje andel i en virksomhed¹⁵⁵, som indgår i *sub-participation* eller et engagement, der har samme økonomiske effekt som *sub-participation*.

Alle medlemmer af skyldnerkoncernen er hermed udelukket fra f.eks. at kunne eje aktier i en finansiell institution, som indgår i en transaktion vedr. kontraktens faciliteter. Hvis der er mange datterselskaber, kan dette være svært (eller så godt som umuligt) at holde styr på, særligt hvis min formodning, om at LCDS og CLO produkter vil være omfattet af *Debt Purchase Transactions*, er rigtig.

Det vil være så godt som umuligt for både skyldnerkoncernen selv og for kreditorerne at holde styr på om klausulen bliver brudt. Da alle parter formodes at være interesseret i at overholde kontraktens betingelser, bør der være nogle ændringer, som gør det realistisk at overholde betingelserne.

For det første bør det specificeres, om derivatprodukter som LCDS og CLO produktet er omfattet af definitionen på *Debt Purchase Transaction*.

For det andet kunne man vælge, at der i den valgfri tilføjelse, hvor skyldnerkoncernen ikke kan eje andel i en virksomhed, der indgår i *sub-participation* eller deslige i stedet blev ændret til at omfatte associerede selskaber til skyldnerkoncernen¹⁵⁶. Dette vil stadig sikre formålet, at skyldnerkoncernen ikke direkte eller indirekte investerer i egne lån, da en virksomhed først formodes at udøve betydelig indflydelse på en anden virksomhed, hvis ejerskabet er på over 20%¹⁵⁷.

Endelig mener jeg ikke, at kreditorerne har fordel af at udelukke DBB i kontrakten jf. afsnit 5) Parterne i debt buybacks. DBB kan have betydelige fordele både for kreditoren, der vil ud af sit engagement under syndikatlånet, men potentielt også for de tilbageværende kreditorer.

¹⁵⁴ Jf. beskrivelse af erhververen i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback.

¹⁵⁵ Jf. ordlyden "*...beneficially own all or any part of the share capital of a company that is...*".

¹⁵⁶ Et selskab er et associeret selskab, hvis der ejerskabet er over 20% jf. Årsregnskabsloven bilag 1.

¹⁵⁷ Jf. Årsregnskabsloven bilag 1.

8.2) Klausul 30.1, version 2 – Permitted Debt Purchase Transactions

Version 2 af klausul 30.1 opstiller nogle normer for, hvordan DBB skal foregå, når erhververen er en fra skyldnerkoncernen. DBB er tilladt under kontrakten, men det skal foregå efter forskrifterne og ikke på vilkårlig vis uden kreditorernes indflydelse, som var tilfældet før ændringen af modelkontrakten. Det fastslås, at DBB ikke er tilladt under andre omstændigheder end de beskrevne i klausul 30. Herefter angives forskellige vilkår DBB skal foregå under:

- 1) DBB skal foregå som *assignment* (deltagelse)¹⁵⁸, hvilket giver god mening i forhold til tidligere beskrevne forskel på *assignment* og *novation*¹⁵⁹. Der lægges her vægt på, at der ikke er nogle låne-forpligtelser tilbage i fordringen, der bliver købt, hvilket betyder, at købet kan ske som *assignment*.
- 2) Erhververen skal være låntager og ikke blot garant i lånet¹⁶⁰.
- 3) Gældsforholdet skal ophøre ved erhvervelsen¹⁶¹ (Fordringen skal eftergives af erhververen). Dette hænger naturligt sammen med, at det er låntager, der er erhverver. Som nævnt i afsnit 4.2.1) Erhververen i et debt buyback, vil der med stor sandsynlighed ske konfusion ved låntagers erhvervelse af egen gæld.
- 4) Erhvervelsen sker til under kurs pari¹⁶²
- 5) Der må ikke foreligge misligholdelse af lånet¹⁶³
- 6) Finansieringen skal ske enten ved frie pengestrømme, som ikke skal bruges til tvungen førtidig indfrielse (jf. mandatory prepayments som bestemt i klausul 12.) eller ved ny aktiekapital fra investorerne¹⁶⁴.
- 7) Tilbagekøbet skal foregå ved enten *Solicitation process* eller *Open order process*¹⁶⁵ De to budrundeprocesser er beskrevet i afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback, hvor der blev taget udgangspunkt i beskrivelsen i klausul 30.

Der er især to af restriktionerne ovenfor, som er unødvendigt restriktive, hvis man ser på fordele og ulemper ved dem for hhv. debitor og kreditor jf. analysen i afsnit 5) Parterne i debt buybacks.

Ad 2) At erhververen skal være låntager, er en unødvendig restriktion, set fra kreditorernes synspunkt. Jf. analysen i afsnit 5) Parterne i debt buybacks, har kreditorerne ingen ulempe ved, at en

¹⁵⁸ Jf. klausul 30.1 (b)

¹⁵⁹ Se afsnit 2.7.1) Novation, Assignment eller Participation

¹⁶⁰ Jf. klausul 30.1 (b)

¹⁶¹ Jf. klausul 30.1 (f) (ii)

¹⁶² Jf. klausul 30.1 (b) (i)

¹⁶³ Jf. klausul 30.1 (b) (iii)

¹⁶⁴ Jf. klausul 30.1 (b) (iv)

¹⁶⁵ Jf. klausul 30.1 (b) (i)

anden virksomhed i skyldnerkoncernen end låntager selv erhverver fordringen i et DBB. Kreditorernes tilgodehavende er afhængigt af skyldnerkoncernen og ikke låntager alene.

Ad 3) Ligeså er det jf. analysen i 5) Parterne i debt buybacks. unødvendigt at have restriktioner for at gælden skal eftergives. Hvis gælden forbliver et udestående i skyldnerkoncernen, kan det stadig have positiv indvirkning på kursen for de tilbageværende kreditorers fordringer. Fordringen bør dog, som nævnt tidligere udgå af syndikatet jf. perspektiv 2b) i afsnit 4.2) Fem forskellige perspektiver på debt buyback, eller alternativt kan man sørge for at erhververen ikke bliver stemmeberettiget, på samme måde som man har valgt at tackle DBB foretaget af sponsor i klausul 30.2 (omtales lige nedenfor). Selvom de to restriktioner umiddelbart kun er til gene for debitor, der som beskrevet i afsnit 5.1.1) Fordele for debitor/erhververen har flere fordele ved nogle af de mere alternative DBB scenarier, skal det også ses i en sammenhæng, hvor kreditor (som potentiel sælger) får flere muligheder for at sælge sin fordring. Man kan sige, at det er en form for udbygning af det sekundære marked for kreditor. Jo mere attraktivt DBBet er for køber (skyldnerkoncernen) jo bedre kurs er køber villig til at give, derfor kan det være en fordel for kreditor, at der ikke er for mange restriktioner, som spænder ben for at debitor kan få fordele ud af DBBet.

Ad 6) Til gengæld bør kreditor få inddraget i forhandlingerne, at der skal bruges ny aktiekapital til DBB, da dette give mest værdi for kreditor og der potentielt kan være negative effekter ved at der bliver brugt frie pengestrømme¹⁶⁶. Kontraktens udformning er i sidste instans et spørgsmål om forhandling og parternes styrke, så kreditor kunne foreslå en kombinationsmodel, hvor DBBet fx skal ske med minimum 50% ny aktiekapital.

Ad 7) De to budprocesser der opstilles som forslag i klausul 30.1, er ikke de mest fordelagtige for kreditor. Som analyseret i afsnit 4.2.4) Gennemførelse af et debt buyback, vil en modificeret hollandsk auktion give en mere markedsrigtig pris og derfor være at foretrække for kreditorerne. Solicitation Process derimod fungerer som en auktion, hvor man ikke kender de andre kreditorers bud. Det resulterer i, at flere kreditorer kan komme til at sælge til en kurs under markedsprisen. Open order process kan derimod være et godt alternativt til hollandsk auktion, da det ligeledes sikrer at alle kreditorer, der vælger at sælge, får samme kurs for deres lån. Om kursen så er over eller under markedskursen vil vise sig i forbindelse med DBBet og ikke indfinde sig som en del af budprocessen, som det er tilfældet med hollandsk auktion.

3. Hollandsk auktion blev brugt af flere debitorer i forbindelse med DBB, før der blev lavet restriktioner for DBB jf. afsnit

¹⁶⁶ jf. afsnit 5) Parterne i debt buybacks.

4. 6) Analyse af 30 debt buybacks i Europa. Det er derfor ikke en fremmed måde for markedsdeltagerne at lave budrunde på.

8.3) Klausul 30.2 – erhverver udenfor skyldnerkoncernen

Klausul 30.2: *Disenfranchisement on Debt Purchase Transactions entered into by Sponsor Affiliates* er enslydende i begge versioner af klausul 30. Klausulen vedrører stemmefratagelse hos tilknyttede virksomheder til sponsor, hvis virksomheden direkte eller indirekte ejer en andel i en facilitet under kontrakten.

Første del af klausulen vedrører stemmefratagelse, når der skal stemmes om ændringer eller andet under kontrakten, som kræver godkendelse af majoriteten af långiverne (*majority of Lenders*)¹⁶⁷.

Anden del forpligter ethvert syndikatmedlem til at informere *Agenten*, hvis de bevidst indgår i en *Debt Purchase Transaction* med en af sponsors tilknyttede virksomheder¹⁶⁸ (med mindre det foregår ved *assignment eller transfer, da det i disse tilfælde automatisk bliver Agenten bekendt*).

Tredje del vedrører Agentens rettigheder til at kunne afvise, at en af sponsors tilknyttede virksomheder, som er Lender (dvs. syndikatmedlem), kan deltage i specifikke møder og modtage agendaer og referater fra specifikke møder¹⁶⁹.

Set fra kreditors perspektiv er det nødvendigt, at Sponsors mulighed for at påvirke beslutninger i syndikatet bliver afværget jf. diskussionen i afsnit 5) Parterne i debt buybacks. Det sørger klausul 30.2 rimeligt for. Samtidig er det fornuftigt, at Sponsor har mulighed for at indgå i DBB, som der også gives lov til, da det ikke påvirker værdien af de øvrige syndikatmedlemmer fordringer¹⁷⁰, at en udenfor skyldnerkoncernen er erhverver i et DBB.

8.4) Opsummering – ”Modelkontraktens klausul 30 *Debt Purchase Transactions*”

Klausul 30 blev tilføjet for at regulere DBB fremadrettet, så parterne ved kontraktindgåelsen tager stilling til hvordan DBB skal håndteres. På baggrund af de tidligere analyseafsnit, vurderer jeg indholdet i klausul 30 og hvilke dele af klausulen der kan ændres for at skabe mere værdi for kreditorerne.

¹⁶⁷ Jf. klausul 30.2 (a). *Majority of Lenders* er 66,67% af syndikatet jf. definitionen i klausul 1.

¹⁶⁸ Jf. klausul 30.2 (b) og (c)

¹⁶⁹ Jf. klausul 30.2 (d)

¹⁷⁰ Jf. afsnit 5.3.4) Hvordan påvirker debt buyback kursen på det resterende syndikatlån?

Klausulen består af to versioner som gensidigt udelukker hinanden. Overordnet kan det anbefales kreditorerne at vælge den version af klausulen, der tillader DBB under nærmere angivne forhold. Anbefalingen skal ses på baggrund af de tidligere analyser af kreditors mulige fordele ved DBB. Herefter anbefales følgende ændringer til hvordan DBB skal reguleres.

- 1) Vedr. budrunderne skal disse fungere som en modificeret hollandsk auktion, da det vil give en mere markedsnær kurs.
- 2) Der bør fastsættes restriktioner for, i hvilket omfang der kan bruges frie pengestrømme til finansieringen af DBBet.
- 3) Erhververen i DBBet skal kunne være en fra skyldnerkoncernen (ikke kun låntager) og gælden skal kunne blive stående som et udestående hos erhververen (i stedet for at blive eftergivet/annulleret). De to debitorvenlige anbefalinger skal ses i lyset af, at det vurderes, at der ikke er øget risiko for kreditor ved lempelsen, og at det til gengæld kan have positive konsekvenser for kreditor jf. ovenfor.

Den del af klausulen, der regulerer sponsors stemmefratagelse ved erhvervelse, konkluderes at indfri formålet om eliminering af negative konsekvenser for kreditor.

Ovenstående er forslag til en kreditorvenlig udformning af kontrakten. Det er naturligvis et spørgsmål om forhandlingsstyrke i kontraktforhandlingerne, hvordan den endelige kontrakt ender med at se ud.

9) Konklusion

På baggrund af min undersøgelse når jeg frem til, at DBB dækker over mange forskellige typer af transaktioner, som er en kombination af, hvem der er erhverver, hvad der sker med fordringen efter erhvervelsen, samt hvordan DBBet finansieres og gennemføres.

Konsekvenserne for de involverede parter er afhængigt af, hvilken kombination af disse faktorer der gør sig gældende i DBB-transaktionen koblet med debtors konkursrisiko.

Mit fokus har været at undersøge mulige konsekvenser for banken, der er part i DBBet - enten som tilbageværende kreditor i syndikatet - eller som sælger af sin fordring.

Set fra kreditors perspektiv, som en af de tilbageværende kreditorer i syndikatet, konkluderer jeg, at der er to typer DBB-transaktioner, der kan have negative konsekvenser og to typer DBB-transaktioner, der kan have positive konsekvenser.

DBB-transaktioner med negative konsekvenser:

- Debitor er i risiko for konkurs og der bliver brugt fri pengestrømme til tilbagekøbet. Dvs. DBBet kan potentielt betyde en forringelse af kursen på det tilbageværende lån. Herudover kan kreditor, der har solgt sin fordring, være blevet begunstiget ved transaktionen på bekostning af de øvrige kreditorer.
- Gælden forbliver under syndikatlånekontrakten. Dvs. Debitor eller debtors associerede får medbestemmende indflydelse i syndikatet.
-

DBB-transaktioner med positive konsekvenser:

- Gælden købes af sponsor og eftergives
- DBBet finansieres ved, at der bliver indskudt ny aktiekapital.

I begge tilfælde mindskes gearingen af skyldnerkoncernen, hvilket betyder at konkursrisikoen mindskes og kursen potentielt kan blive bedre på den resterende gæld. Færre renteudgifter hos debitor øger debtors likviditet og gør det lettere at servicere den resterende gæld.

Set fra kreditors perspektiv, som potentiel sælger, er der to væsentlige faktorer at tage højde for:

- Fordelen ved at få solgt sin fordring på trods af et stillestående sekundært marked. Debitor kan have flere incitamenter til at erhverve fordringen end en investor uden indgående kendskab til debitor, dels pga. debtors mulige skattefordele og dels pga. asymmetrisk information.

- Af hensyn til ligelig behandling af kreditorerne i syndikatet bør DBBet ske ved budrunde. Her er en modificeret hollandsk auktion at foretrække frem for solicitation proces og open order. Førstnævnte vil sikre en markedsnær kurs.

De 30 cases som analyseres giver ikke et entydigt billede af DBB. Det konkluderes, at dette til dels skyldes, at DBB kan være mange forskellige typer transaktioner og dels at informationen, der har været tilgængelig, har været yderst sparsom.

Det kan dog konkluderes, at DBB ikke er så omfattende et fænomen længere. Dette formodes at skyldes at DBB er tæt knyttet til konjunkturerne, som kan indvirke negativt på kursen af syndikatlåne. Derfor kan DBB blomstre op igen, hvis finansmarkederne udvikler sig negativt.

I analysen af hvorvidt DBB er tilladt under den "gamle" modelkontrakt, når jeg frem til, at det afhænger af muligheden for at redefinere salget (kreditorskiftet) til at være en førtidig indfrielse. Jeg konkluderer herefter på baggrund af kilder, at det efter engelsk ret med stor sandsynlighed ikke vil blive redefineret. Omvendt konkluderer jeg, at man efter dansk ret vil være mere åbne overfor at definere handlen på baggrund af indholdet. Da indholdet i "kreditorskiftet" har været en førtidig indfrielse (med kursregulering), vil det kunne redefineres. Efter dansk ret har DBB derfor med stor sandsynlighed været et brud med kontrakten.

Da kontrakterne har engelsk lovvalg, konkluderer jeg, at DBB har været tilladt under den "gamle" kontrakt.

I min analyse af klausul 30, som blev tilføjet modelkontrakten til at regulere DBB fremadrettet, når jeg frem til, at der med fordel kunne ændres på nogle af vilkårene i klausulen.

Overordnet kan det anbefales kreditorerne at vælge den version af klausulen, der tillader DBB under nærmere angivne forhold. Anbefalingen skal ses på baggrund af de tidligere analyser af kreditors mulige fordele ved DBB.

Herefter anbefales følgende ændringer til hvordan DBB skal reguleres.

- Vedr. budrunderne skal disse fungere som en modificeret hollandsk auktion, da det vil give en mere markedsnær kurs.
- Der bør fastsættes restriktioner for, i hvilket omfang der kan bruges frie pengestrømme til finansieringen af DBBet.
- Erhververen i DBBet skal kunne være en fra skyldnerkoncernen (ikke kun låntager) og gælden skal kunne blive stående som et udestående hos erhververen (i stedet for at blive eftergivet/annulleret). De to debitorvenlige anbefalinger skal ses i lyset af, at det vurderes, at

der ikke er øget risiko for kreditor ved lempelsen, og at det til gengæld kan have positive konsekvenser for kreditor jf. ovenfor.

Den del af klausulen, der regulerer sponsors stemmefratagelse ved erhvervelse, konkluderes at indfri formålet om eliminering af negative konsekvenser for kreditor.

Det konkluderes, at DBB kan ses som en større fleksibilitet både for kreditor og debitor. Begge parter er afhængige af at kunne tilpasse sig til den gældende markedssituation og her kan DBB være en fordel, da det skaber øget værdi for begge parter. Som tilbageværende kreditor er risici ved DBB få og kan elimineres ved at regulere fornuftigt for DBB ved kontraktindgåelsen.

10) Perspektivering

Da jeg hørte om fænomenet DBB, var min umiddelbare reaktion, at det kun kunne være til debitors fordel. Artiklerne jeg fandt der beskriver fænomenet, bekræftede mig i min antagelse, da de udelukkende fremhæver debitors fordele ved DBB og kun berører enkelte af de negative konsekvenser for kreditor. Derfor undrede det mig også, at LMA som regulering af DBB fremadrettet, opstiller to versioner af klausul 30 i modelkontrakten, hvor den ene version tillader DBB i begrænset omfang. På baggrund af analysen af DBB, når jeg frem til det modsatte synspunkt. DBB har flere positive implikationer både for debitor og kreditor, men det kræver at klausul 30 udvikles. Klausulen er relativt ny og derfor er det også sandsynligt, at klausulen vil blive ændret og udviklet i den nærmeste fremtid.

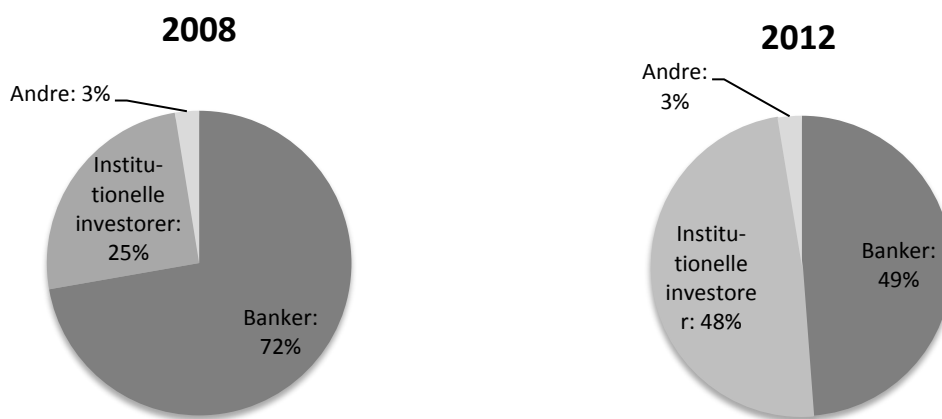
Fænomenet DBB er som nævnt flere gange ikke beskrevet i den akademiske litteratur. Afhandlingen bidrager derfor til at udvide litteraturen om emnet og vil kunne danne baggrund for at andre kan behandle fænomenet.

Da DBB kun var beskrevet og analyseret meget overordnet i form af få artikler skrevet af markedsdeltagere, var det ikke muligt at vurdere det egentlig omfang af emnet på forhånd. Umiddelbart forekom DBB at være et velafgrænset emne. Det viste sig dog at være langt mere komplekst og have mange flere facetter, end jeg havde forestillet mig. Afhandlingen afspejler til dels dette i og med at der er flere af opgavens facetter, som kunne være blevet beskrevet med endnu mere dybde.

10.1) Syndikatlånemarkedet i dag

Syndikatlånemarkedet er stadig ikke tilbage på samme niveau som før finanskrisen, hvilket ses af figur 6 og 7¹⁷¹. Volumenerne i primærudstedelserne ligesom antallet af handler i syndikatlånemarkedet steg lidt fra 2009 til 2011, men er faldet igen derefter. Den negative udvikling skyldes ikke manglende likviditet fra institutionelle investorer til primærudstedelsen. I 2012 udgør de institutionelle investorer næsten 50%, se nedenstående figur.

¹⁷¹ Fra afsnit 3) Syndikatlånemarkedet historisk



Figur 24: : Investorer i primæruddelingen af de gearede lån 2008 og 2012

Kilde: Diagrammer udarbejdet på baggrund af dataudtræk fra S&P LCD.

Den negative udvikling det sidste års tid kan være en kombination af flere faktorer:

1. Den generelle usikkerhed om udviklingen i Sydeuropa og USA, hvilket får virksomhederne til at investere mindre og gør bankerne mere tilbageholdne.
2. Basel III, som stiller større kapitalkrav til bankerne, hvilket højst sandsynligt er medvirkende til en højere pris på syndikatlånene, som det ses af figur 11¹⁷².
3. Virksomhedsobligationer er blevet mere attraktivt. Mange store virksomheder kan finansiere sig ligeså billigt eller billigere end bankerne kan, da de har samme rating som bankerne¹⁷³. Virksomhedsobligationer har dog også nogle negative konsekvenser i forhold til banklån, fx kræver det offentliggørelse af flere informationer fra virksomhedens side¹⁷⁴

10.2) Fremtiden for debt buybacks

Eftersom markedet har udviklet sig negativt, kunne man forestille sig, at der ville komme flere DBB igen. Attraktionen ved DBB er linket til kursen debitor kan købe til. Da kursen faldt i det omfang den gjorde under finanskrisen, skyldtes det især en overraskelse i markedet. Da ingen af de ovenstående faktorer er pludseligt opståede, har det nok ikke den store effekt på udviklingen af kursen på lånene.

DBB vil være en del af de nye markedsvilkår og kan derfor blive et omfattende fænomen i fremtiden, især hvis der sker pludselige ændringer på de finansielle markeder.

¹⁷² Fra afsnit 3) Syndikatlånemarkedet historisk

¹⁷³ LMA (2011) s. 109

¹⁷⁴ Altunbas (2006) s. 6

11) Ordliste og forkortelser

Book-runner: indhenter tilsagn fra de inviterede pengeinstitutter ved syndikatlånets oprettelse.

BPS: Basis Points, 1/100 del procent

CDO: Collateralised Debt Obligation. Ligesom CLO, blot med gæld i stedet for lån. Se CLO, for beskrivelse.

CLO: Collateralised Loan Obligation; En port folio af lån bliver lagt i et SPV. Herefter sælges trancher til lånet, hvor der er rettighed til betalingerne i en given orden. CLO kom til Europa fra USA i 1999 og har haft stor betydning for udviklingen af syndikatlånemarkedet. LMA (2011) s. 34

DBB: Debt Buyback

DBV: Debt Buyback Vehicle, Et selskab oprettet med det formål at lave DBB.

EBIT: Earning Before Interest & Tax

EBT: Earnings Before Tax

Euribor: Europe Interbank Offered Rate

FIL: Lov om Finansiell Virksomhed

Information Memorandum: Informationspakke vedr. låntager

IPO: Initial Public Offering

FTSE 100: også kaldet FTSE 100 Index. Aktieindex over de 100 virksomheder med højeste markedsværdi listet på Londons aktiebørs

IPO: Initial Public Offering,

LBO: Leveraged Buy Out

LFA: Leveraged Finance Facility Agreement

LMA: Loan Market Association

Margin: Tillægget banken lægger til egne finansieringsomkostninger ved fastsættelsen af renten på lån.

S&P: Standard & Poor's

S&P500: Standard & Poor's aktiemarked index baseret på aktieprisen på 500 af de største amerikanske børsnoterede virksomheder. Virksomhederne udvælges af S&P på baggrund af blandt

andet markedsstørrelse, likviditet på børsmarkedet og industri. Hver aktie bliver vægtet ift. markedsværdien.

S&P LCD: Standard & Poor's Leveraged Commentary Data

Sponsor: Investorselskabet, typisk en kapitalfond.

SPV: Special Purpose Vehicle. Et transparent selskab, der oprettes med et specifikt formål, fx med det formål at købe et andet selskab igennem selskabet.

SSL: Selskabsskatteloven

Syndication book: oversigt over de pengeinstitutter der har tegnet sig for hvilken del af det samlede lån

Target: Driftsselskabet, der købes i forbindelse med et virksomhedsopkøb.

VPHL: Værdipapirhandelsloven

12) Litteraturliste

12.1) Bøger

Altunbas (2006): Yener Altunbas, Blaise Gadanecz og Alper Kara, Syndicated Loans, Palgrave Macmillan, 2006

Brealey (2011): Richard B. Brealey, Stewart C. Meyers & Franklin Allen, Principles of Corporate Finance, 10th edition, McGraw Hill, 2011

Cordero-Moss (2011): Giudetta Cordero-Moss (editor), Boilerplate Clauses, International Commercial Contracts and the Applicable Law, Cambridge University Press, 2011

Eyben (2008): Bo von Eyben, Peter Mortensen og Ivan Sørensen, Lærebog i Obligationsret II, 3. Udgave, Thomson Reuters, 2008

Frank (2008): Robert H. Frank, Microeconomics and Behavior, 7th ed., McGraw-Hill, 2008

Gorton (2009): Lars Gorton og Tanja Jørgensen, Roles and functions of the Lead bank and the Agent bank in a syndicated loan agreement, Euredia, 2009

Hansen (2009): Johannus Egholm Hansen, Christian Lundgren og Michael Nørremark, Køb og Salg af Virksomheder, 4. udgave, Nyt juridisk Forlag, 2009

Hurn (1990): Stanley Hurn, Syndicated Loans, Woodhead-Faulkner, 1990

LMA (2011): Loan Market Association, The Loan Book, edited by Nicholas Voissey & Amelia Slocombe, Loan Market Association, 2011

Mehta (2004): Dileep R. Mehta og Hung-Gay Fung, International bank management, Blackwell Pub., 2004

Nielsen (2011): Ruth Nielsen og Christina Tvarnø, Retskilder & Retsteorier, 3. Reviderede udgave, Jurist og Økonomforbundets Forlag, 2011

Proctor (2010): Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking, Oxford, 2010

Rohdes (2009): Tony Rohdes, Syndicated Lending - Practice and Documentation Fifth edition, Euromoney Books, 2009

Tamasauskas (2006): Andreas Tamasauskas, Erhvervslivets Låneoptagelse, Gjellerup, 2006

Ussing (1967): Henry Ussing, Obligationsretten Almindelig del, 4. Udg. Ved A. Vinding Kruse, København, Juristforbundets Forlag, 1967

Ørgaard (2011): Anders Ørgaard, Konkursret, 10. Udg., Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2011

Østergaard (2003): Kim Østergaard, Metode på cand.merc.jur. studiet, Julebog 2003, Handelshøjskolen København, 2003

12.2) Artikler, Modelkontrakter og Markeds guider

ACT (2007): The Association of Corporate Treasurers, Syndicated Loan Facilities, Produced with assistance and sponsorship from Slaughter and May, London, 2007

ACT (2008): The Association of Corporate Treasurers, The ACT Borrower's Guide To The LMA Facilities Agreement For Leveraged Transactions, Produced by Slaughter and May, London, 2008

Arnold (2008): Martin Arnold, Financial Times , TDC debt buy-back stirs up controversy, April 23 2008

Berris (2008): Julia Berris, Why Pay off your debt when it's cheaper to owe it to yourself?, The Lawyer, 14 April 2008

Dammers (2009): Chris Dammers & Helene Durand, UK clamps down on tax free buybacks, Euroweek 10/16/2009, Issue 1126, p76, Euromoney PLC

Glover 2008): John Glover & Cecilie Gutscher, LBO Debt Buybacks Trigger Review of Lending Rules, Bloomberg, 13 May 2008

Kirkland (2008): Kirkland & Ellis International LLP bulletin, Debt Buy-backs by Borrowers – a real option or a red herring?, april 2008, www.Kirkland.com

LFA (2007): Leveraged Finance Facility Agreement vers. 03, Loan Market Association, May 2007

LFA (2012): Leveraged Finance Facility Agreement vers. 08, Loan Market Association, 20 January 2012

LMA Guide 1 (2012): Loan Market Association, Guide To Syndicated Loans, <http://www.lma.eu.com/>, 2012

LMA Guide 2 (2012): Loan Market Association, Guide to Syndicated Leveraged Finance, <http://www.lma.eu.com/> , 2012

LMA Guide 3 (2010): Loan Market Association, Users Guide To Form Of Facility Agreement For Leveraged Finance Transactions vers. 07, October 2010

LMA Guide 4 (2009): Loan Market Association, Users Guide To Form Of Intercreditor Agreement For Leveraged Acquisition Finance Transactions vers. 02, November 2009

Markland (2008): John D. Markland, Borrower debt buybacks, Butterworths journal of International Banking and Financial Law, December 2008

Murray (2008): Neil Murray, Credit Crunch Fall-Out: An unexpected Bonus For Borrowers?, Finance Director Europe, 22 May 2008, www.the-financedirector.com/features/featur1968/

Robinson (2010): Mary Ann & Richard Robinson, Dutch Auction IPOs: Institutional development and underpricing performance, Journal of Economics & Finance (2012) 36: 521-554, December 2010

SJBerwin (2008): SJBerwin, Debt Buybacks, Private Equity Comment, 13 June 2008

SJBerwin (2009): SJBerwin, Private Equity Technical Update, 16 October 2009

SPcapitalIQ (2012): S&P Capital IQ, A Guide to the European Loan Market February 2012, Standard & Poor's Financial Services, 2012

Bilag 1

regnskab fundet																		
Virksomhed	dato for lånets udstedelse	Dato for debt buyback	Sponsor	Land	Sektor	Sponsor køb	equity	excess cash	kurs	købsbeløb Mil.€	nominelle beløb købt Mil.€	DBB lavet som hollandsk auktion	DBB lavet som open offer	solicitation process	købt på sek. Marked	for at leve op til covenants	Amendments vedr. covenants	
Yell Group PLC	jun/06	jan/12	Not Sponsored	UK	Printing & Publishing					35	56	160			1		1	
Yell Group PLC		okt/11								40,3	320	129			1		1	
Emap	apr/08	mar/10	Apax Partners	UK	Media													
						1					179					1		
Maxeda DIY Group	2004	mar/10	KKR, Permira, Cinven and Alpinvest	Netherlands	Retailing		1	1	70	324	463							
Icopal AS	jan/08	jan/10	Investcorp	Denmark	Building Materials		1		41,8	41	98					1		
Zodiac Marine	jun/07	jan/10	Carlyle Group	France	Manufacturing	1												
Valentino Fashion Group	jun/07	dec/09	Permira	Italy	Retailing	?	1		38	250	730						1	
Selecta	jun/07	nov/09	Allianz Capital	Switzerland	Professional & Business Services						170	1						
Alliance Boots	may/08	nov/09	Kohiberg, Kravis & Roberts	UK	Retail Food & Drug				58,1	376	647				1			
Alliance Boots	jul/07	may/09																
Formula One	apr/07	sep/09	CVC	UK	Entertainment and Leisure				92	103	112							
Numericable	feb/07	sep/09	Cinven	France	Media						100					1		
NORMA Group	nov/07	aug/09	3i	Germany	Automotive			1		15		1						
Endemol	jul/07	jul/09	Goldman Sachs	Netherlands	Media													
Regency Entertainment	nov/06	jul/09	BC Partners	Greece	Gaming and Hotels		1	1		150								
Grupo Cortefiel	apr/07	jul/09	CVC/Permira	Spain	Retailing		1		60	60	100	1	1				1	
Fralkin	feb/07	jul/09	CVC	France	Leasing		1			15			1		1			
Jupiter	may/07	jun/09	TA Associates	UK	Financial Services			1		17		1						
Materis Holding Luxembourg SA	may/06	jun/09	Wendel Investissement	France	Building Materials		1			20								
Dockwise Transport	feb/07	jun/09	3i	Netherlands	Transportation			1	74	38		1						
Com Hem AB	mar/07	apr/09	Carlyle Group	Sweden	Media				50							1		
Syncron (formerly WW TDS)	mar/07	feb/09	Not Sponsored	Ireland	Business Services									1				
Smurfit Kappa	jun/07	feb/09	Madison Dearborn	Ireland	Forest Products				76	33	44			1				
Mauser Waldeck	jun/07	feb/09	Dubai International	Germany	Building Materials		1	1			44		1					
McTechnie Aerospace	apr/07	jan/09	Joseph Littlejohn Levy	UK	Aerospace													
Trader Media	may/07	jan/09	Apax Partners	UK	Printing & Publishing			1	49	31	64	1						
Isoland Food Group	apr/07	dec/08	Baugur Group	UK	Retail Food & Drug									1				
Amadeus Global Travel	mar/07	sep/08	BC Partners	Spain	Business Services													
Global Closure Systems	okt/05	sep/08	PAI Management	France	Chemicals	1				15			1					
Fat Face	may/07	sep/08	Bridgepoint Capital	UK	Retail	1			62,5	16	25				1			
Lafarge Roofing	mar/07	mar/08	PAI Management	Germany	Building Materials	1			55	36	65				1			
TDC	feb/06	feb/08	Apax Partners	Denmark	Telecommunications				92,5	463	500				1			
					Gennemsnit:	5	8	7	60	119	214	6	4	(4)5	5	4	4	