



BANK & FINANS Q&A: EQUITY CURES - SPONSORS RET TIL AT REDDE SENIORGÆLDEN MED NY KAPITAL

Marts 2019

PLESNER



Introduktion

Side 1

Q&A: *Equity Cures* - Sponsors ret til at redde seniorgælden med ny kapital

Side 2

Kontakt

Side 5

BANK & FINANS Q&A

Equity Cures - Sponsors ret til at redde seniorgælden med ny kapital

Q&A

Plesners Bank & Finans Q&A sætter fokus på aktuelle emner inden for bank- og finansiering.

Dette Bank & Finans Q&A sætter fokus på brugen af *equity cures* i låneaftaler. Bestemmelser om *equity cure* giver anledning til en række centrale spørgsmål, som ofte er genstand for indgående kommerciel forhandling.

Princippet i en *equity cure* er en ret (men ikke nogen pligt) for låntager, eller rettere låntagers finansielle sponsor, til at indskyde ny kapital med henblik på at afhjælpe en misligholdelse af finansielle covenants i låneaftalen. Bestemmelser om *equity cure* er blevet et standard element i akkvisitions- og anden lånefinansiering.

For låntager/sponsor har en *equity cure* flere fordele. Ved misligholdelse af finansielle covenants kan sponsor med en *equity cure* afværge en potentiel acceleration af seniorgælden og dermed få mulighed for at evaluere, hvordan sponsor ønsker at håndtere det underpræsterende porteføljeselskab. Låntager/sponsor undgår desuden at blive tvunget til at sætte sig ved forhandlingsbordet med de långivende banker med henblik på en waiver af misligholdelsen samt eventuelt genforhandling af andre lånevilkår. Dette kan spare låntager/sponsor for både tid og omkostninger, herunder fees til de långivende banker.

For de långivende banker er det som udgangspunkt positivt, hvis sponsor tilfører ny kapital til låntager. Brugen af *equity cures* kan dog i visse tilfælde også udgøre en potentiel risiko. Særligt kan de långivende banker have behov for at sikre, at *equity cures* ikke kan anvendes til at "maskere" mere generelle og vedvarende problemer i låntagers virksomhed.

Plesners Bank & Finans team diskuterer i dette Q&A en række centrale spørgsmål om brugen af *equity cures* i låneaftaler. Alle er meget velkomne til at kontakte os, hvis I har yderligere spørgsmål eller har brug for rådgivning

Anne Cathrine (AC) Ingerslev
ac@plesner.com

Q&A: EQUITY CURES - SPONSORS RET TIL AT REDDE SENIORGÆLDEN MED NY KAPITAL

Hvad er en *equity cure*?

Equity cures relaterer sig til finansielle covenants i låneaftalen.

Finansielle covenants er bestemmelser, som tester og opstiller mindstekrav til den låntagende concerns finansielle resultater. Typisk testes de finansielle covenants ved udgangen af hvert regnskabskvartal baseret på den låntagende concerns finansielle performance for den seneste 12-måneders periode (testperioden).

Der findes forskellige typer af finansielle covenants. Mest udbredt er den såkaldte *leverage ratio*, som typisk tester forholdet mellem den låntagende concerns nettogæld ved udløbet af en testperiode og concernens EBITDA for hele testperioden.

Finansielle covenants adskiller sig fra andre positive og negative forpligtelser i låneaftalen derved, at en misligholdelse af finansielle covenants som udgangspunkt ikke kan afhjælpes. Det skyldes, at finansielle covenants baseres på den låntagende concerns historiske finansielle resultater.

Bestemmelser om *equity cure* skaber imidlertid en mekanisme, hvorved låntager/sponsor kan afhjælpe en misligholdelse af finansielle covenants. Mekanismen går i hovedtræk ud på, at sponsor kan indskyde ny kapital i den låntagende koncern, hvorefter der foretages en "justering" af de historiske finansielle resultater med henblik på genberegning af de finansielle covenants.

Det understreges, at en *equity cure* alene er en ret for låntager/sponsor til at indskyde ny kapital med henblik på at afhjælpe misligholdelse af de finansielle covenants. Der er derimod ikke tale om nogen pligt eller bindende forhåndstilsagn fra sponsor om at komme med ny kapital.

Hvilken type kapital skal sponsor indskyde i en *equity cure*?

Sponsors kapitaltilførsel kan ske som ny egenkapital.

Derudover vil der ofte være mulighed for at tilføre den nye kapital i form af lån, som er efterstillet seniorgælden på nærmere aftalte vilkår.

Hvornår skal den nye kapital indskydes i en *equity cure*?

Den nye kapital skal indskydes inden for en kortere periode, efter at låntager har leveret regnskaber med tilhørende *compliance certificate* for den relevante testperiode til de långivende banker under låneaftalen (cut-off perioden).

Cut-off perioden er genstand for forhandling - låntager/sponsor vil ønske, at den er så lang som mulig, så der er tid til at gennemføre kapitalindsuddet, herunder intern godkendelse og funding. I praksis er en cut-off periode på 20-30 hverdage ikke usædvanlig.

Der er som udgangspunkt ikke noget til hinder for, at sponsor indskyder ny kapital uden for regimet for *equity cures*. Ved et forestående brud på de finansielle covenants kan sponsor således vælge at indskyde ny kapital *før* udløbet af den relevante testperiode med henblik på at nedbringe seniorgælden og eventuelt undgå en misligholdelse. Låntager/sponsor bør efter omstændighederne også sikre sig, at låneaftalen giver dem ret til at vælge, at et kapitalindskud foretaget før testperiodens udløb skal behandles som en *equity cure*.

Hvor mange *equity cures* må sponsor foretage?

Der vil typisk være restriktioner på antallet af *equity cures* i seniorgældens løbetid. En cap på 2-5 *equity cures* er ikke usædvanlig.

Derudover kan der være restriktioner på timingen af flere på hinanden følgende *equity cures*. Dette formuleres ofte som et forbud mod at lave *equity cures* i to sammenhængende testperioder. En mere låntager/sponsor-venlig formulering er et forbud mod mere end to *equity cures* i fire på hinanden følgende testperioder.

Set fra de långivende bankers synsvinkel er formålet med disse restriktioner at undgå, at sponsor/låntager kan anvende *equity cures* til at "maskere" mere generelle og vedvarende problemer i låntagers virksomhed frem for blot at afhjælpe en midlertidig nedgang i forretningen.

Hvor meget kapital må sponsor indskyde i en *equity cure*?

Der stilles normalt krav om, at den indskudte kapital som minimum skal være stor nok til at udbedre den foreliggende misligholdelse af de finansielle covenants.

Det beror på forhandling, om sponsor derudover må indskyde mere kapital (såkaldt *over-cure*). For de långivende banker kan *over-cures* udgøre en risiko, i det omfang de bruges til at "omgå" et eventuelt forbud mod *equity cures* i sammenhængende testperioder (se "Hvor mange *equity cures* må sponsor foretage" ovenfor).

Hvordan genberegnes de finansielle covenants ved en *equity cure*?

I praksis kan det have stor betydning, hvordan den indskudte kapital behandles ved genberegning af de finansielle covenants. Dette reguleres i låneaftalen separat for hver type af finansiell covenant.

For en typisk *leverage ratio*, der tester forholdet mellem den låntagende koncerns nettogæld ved testperiodens udløb og koncernens EBITDA for hele testperioden, vil den indskudte kapital ved genberegning traditionelt føre til en reduktion af nettogælden. På visse transaktioner har sponsor/låntager imidlertid forhandlet sig til, at den indskudte kapital i stedet anses som en forøgelse af EBITDA (såkaldt *EBITDA cure*), hvilket kan reducere kapitalbehovet betydeligt grundet den såkaldte *multiplier*-effekt.

Dette kan illustreres med et eksempel:

En låntagende koncern har for en given testperiode realiseret EBITDA på DKK 10m og har ved testperiodens udløb nettogæld på DKK 50m. Den faktiske *leverage ratio* er således 5x. Ifølge koncernens låneaftale må *leverage ratio* imidlertid ikke være højere end 4x. Hvor meget kapital skal sponsor indskyde for at lave en *equity cure*?

Hvis den indskudte kapital i genberegningen af *leverage ratio* anvendes til nedbringelse af nettogælden, er kapitalbehovet på DKK 10m (*leverage ratio* på 4x baseret på DKK 10m EBITDA og DKK 40m nettogæld).

Hvis den indskudte kapital derimod anvendes til at forøge EBITDA, reduceres kapitalbehovet til DKK 2,5m grundet *multiplier*-effekten (*leverage ratio* på 4x baseret på DKK 12,5m EBITDA og DKK 50m nettogæld).

Skal ny kapital fra en *equity cure* have betydning for andre bestemmelser?

Indskud af ny kapital i forbindelse med en *equity cure* kan potentielt have betydning for fortolkningen af andre bestemmelser i låneaftalen.

Det gælder for eksempel, hvor låneaftalen indeholder en såkaldt *margin ratchet*, hvorved renten på seniorgælden varierer baseret på den låntagende koncerns *leverage ratio* (jo lavere *leverage ratio* er, desto lavere fastsættes renten). Det traditionelle udgangspunkt er, at kapitalindskud i forbindelse med en *equity cure*

alene skal påvirke beregningen af de finansielle covenants, hvorimod den reducerede *leverage ratio* ikke skal gælde for *margin ratchet* og lignende bestemmelser i låneaftalen.

Hvordan skal låntager anvende provenu fra ny kapital modtaget i en *equity cure*?

I praksis er dette et spørgsmål om, i hvilket omfang låntager skal anvende provenuet fra den nye kapital til at nedbringe seniorgælden. Dette forhandles ofte indgående. Sponsor/låntager vil ønske frihed til at anvende det fulde provenu i virksomhedens drift og sikre likviditeten, mens de långivende banker kan argumentere for en gældsnedbringelse under henvisning til, at idéen med en *equity cure* er at bringe kapitalstrukturen i overensstemmelse med de finansielle covenants i låneaftalen.

Praksis varierer, men det er ikke usædvanligt, at sponsor/låntager har fuld valgfrihed, eller at et eventuelt krav om nedbringelse af seniorgælden begrænses til en mindre procentdel af provenuet, fx 20-50%.

Hvad er *deemed cures*?

I tillæg til en *equity cure* kan låneaftalen indeholde bestemmelser om såkaldt *deemed cure* i relation til finansielle covenants.

Deemed cure indebærer, at en misligholdelse af de finansielle covenants for en given testperiode "automatisk" anses for udbedret, hvis sponsor/låntager sørger for at overholde de finansielle covenants i den umiddelbart efterfølgende testperiode. Det forudsættes, at de långivende banker ikke har taget skridt til at accelerere seniorgælden i den mellemliggende periode.

Som udgangspunkt er bestemmelser om *deemed cure* til sponsor/låntagers fordel. I visse tilfælde kan *deemed cure* dog også udgøre en potentiel risiko, i det omfang det måtte "tvinge" de långivende banker til at accelerere seniorgælden i en situation, hvor de ellers ville være parate til at forhandle en restrukturering med sponsor/låntager.

Beslægtet med *deemed cure* er den såkaldte *Mulligan*. Ifølge bestemmelsen anses et brud på de finansielle covenants for en given testperiode ikke som misligholdelse, hvis de finansielle covenants er opfyldt i den næstfølgende testperiode, og de långivende banker har ikke mulighed for at accelerere seniorgælden, førend låntager har brudt de finansielle covenants i to testperioder.

KONTAKT

Alle er meget velkommen til at kontakte os, hvis I har yderligere spørgsmål eller har brug for rådgivning.



Læs mere om Plesners
Bank & Finans team på
Plesners hjemmeside



Anne Cathrine (AC)
Ingerslev
advokat, partner

ac@plesner.com
D: +45 36 94 11 49
M: +45 30 68 01 56



Thomas Maaberg
Hansen
advokat, partner

tmh@plesner.com
D: +45 36 94 13 42
M: +45 30 93 71 14

