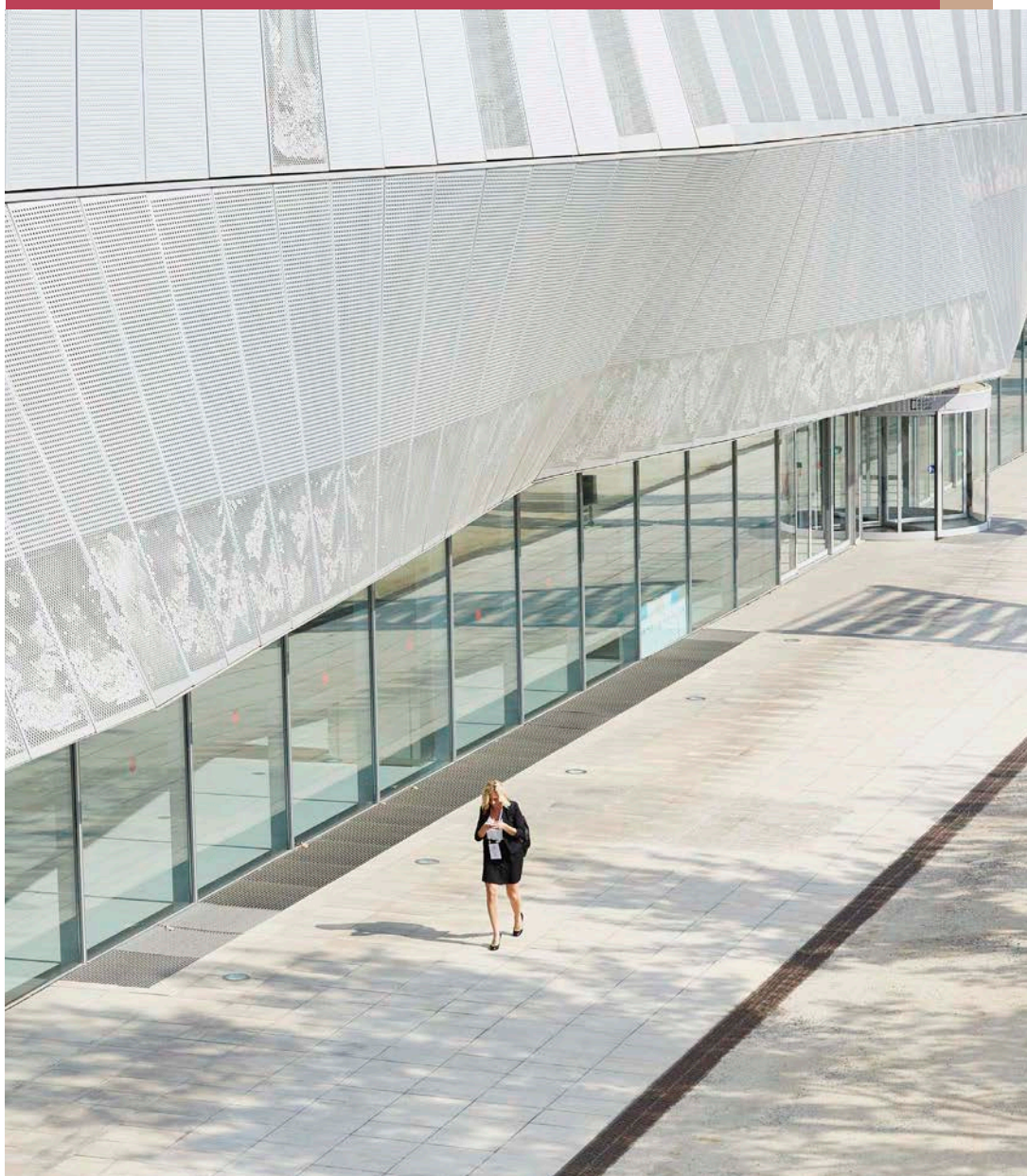


Finansiell restrukturering av større selskaper

*PwCs oversikt
for styret, ledelsen,
aksjonærer
og långivere*

Januar 2017



Denne publikasjonen erstatter ikke profesjonelle rådgivere

Det som diskuteres i denne oversikten vil ikke være utfyllende i forhold til gjeldende regelverk, men er kun ment å være veiledende og av informativ karakter. Endelige beslutninger bør ikke treffes på grunnlag av denne publikasjonen, men etter en samlet vurdering av situasjonen og faktorene som er vesentlige i denne, foreliggende avtaler og regelverk. Denne publikasjonen er avgrenset mot og omfatter ikke skatte- og avgiftsmessige forhold. Imidlertid vil flere beslutninger i en strukturering kunne ha skatte- og avgiftsmessige konsekvenser – både ønskede og uønskede – og bør vurderes som ledd i prosessen. Publikasjonen må ikke brukes som en erstatning for konsultasjon med kompetente rådgivere. Før du tar noen beslutninger bør du ta kontakt med PwC. Vi tar ikke ansvar for noen beslutninger eller handlinger gjort på bakgrunn av denne publikasjonen.

PwC – omfattende kompetanse på alle nivåer

PwC har inngående erfaring med alle aspekter rundt økonomistyring, outsourcing, risikohåndtering, gjennomgang låneavtaler/vilkår og finansiell modellering. Selskapets strategi/forretningsplan er også noe PwC kan bistå med å vurdere, herunder hvilke finansielle og operasjonelle grep som kan gjøres for å underbygge selskapets strategi.

PwC er blant Norges og verdens største innen revisjon og rådgivning. Vårt flerkompetansemiljø bidrar til god styring og kontroll hos våre klienter i private og offentlige virksomheter. Med lokal tilstedeværelse og global kunnskap deler vi innsikter, ideer og erfaringer på tvers av tjenesteområder, bransjer og geografi. I Norge utføres arbeidet av mer enn 1.600 revisorer, rådgivere og advokater ved 30 kontorer. Globalt spenner nettverket 208.000 medarbeidere i 157 land.



Innhold

1	Finansiell restrukturering – bakteppe og alternativer	4
	1.1 Innledning – og stakeholders	4
	1.2 Struktur på publikasjonen – gjeldsbetjeningsevne og enterprise value	4
	1.3 Målet med en finansiell og operasjonell restrukturering	6
	1.4 Høy finansiell og operasjonell gearing?	6
	1.5 Alternativene til gjeldsrestrukturering og gjeldskonvertering	7
	1.6 Stakeholder-analyse	8
2	Normaltilstanden – selskapet som going concern	10
	2.1 Selskapet er i full compliance	10
	2.2 Styrets ansvar – følge opp internkontroll, risiko, forsvarlig likviditet og egenkapital	10
	2.3 Kommunikasjon av lånevilkår – i den grad selskapet er i ferd med å bryte vilkårene	11
3	Rent forbigående mislighold – lett restrukturering	12
	3.1 Selskapet trenger kun waivers og forlengelser på avdragsprofil	12
	3.2 Styrets vurderinger – forberede handlingsplaner og dialog med långiverne	14
	3.3 Reklassifisering av langsiktige lån til kortsiktig?	14
	3.4 Bankenes vurderinger	15
	3.5 Obligasjonseierne og NT	16
4	Selskapet klarer ikke betjene gjelden – gjeldsrestrukturering	18
	4.1 De finansielle problemene er mer permanente	18
	4.2 Styrets vurderinger – handleplikt og standstill-avtale	18
	4.3 Bankenes vurderinger – ønsker i utgangspunktet ikke overta	21
	4.4 Obligasjonseierne og NT	22
	4.5 Aksjonærenes vurderinger	23
	4.6 Forhold som gjør finansiell restrukturering vanskeligere	23
	4.7 Buy back og exchange offer	24
5	Egenkapitalen tapt og EV lavere enn gjeld – gjeldskonvertering	26
	5.1 Gjeldskonvertering blir aktuelt	26
	5.2 Styrets vurderinger – ivareta kreditorenes interesser men drive på kreditors regning?	27
	5.3 Bankenes vurderinger – har nå i realiteten kontroll	28
	5.4 Obligasjonseierne – spesielt utfordrende	30
	5.5 Aksjonærene – tapt alt men må likevel med	31
6	Verdien som going concern er lavere enn likvidasjonsverdi – likvidasjon	36
	6.1 Styrt avvikling – drift og organisering	36
	6.2 Oppbud – kreditors stilling	37
	6.3 Styrets vurderinger i valget mellom styrt avvikling og oppbud	38
7	Konklusjon	40

1

Finansiell restrukturering – bakteppe og alternativer

1. 1 Innledning – og stakeholders¹

Norsk næringsliv preges i stor grad av eksport til utlandet. Næringer som oljeindustrien, oppdrett, shipping og kraftkrevende industri gjør at norske bedrifter er eksponert for høy volatilitet både når det gjelder råvarepriser og valutakurser. Dette gjør at rammebetingelsene for norske selskaper kan endre seg betydelig i løpet av kort tid. Med redusert kontantstrøm fra driften vil selskapene gjerne få problemer med å betjene sine kreditorer. Konsekvensen av dette er at selskapet og styret må vurdere hvilke alternativer som er tilgjengelige for å få selskapet tilbake på stø kurs, herunder nødvendig restrukturering av selskapets finansiering.

Målet med denne publikasjonen er å gi styret, ledelsen, aksjonærer, banker og obligasjonseiere (kollektivt referert til som *stakeholders*¹) en oversikt over hva en finansiell restrukturering innebærer, med fokus på selskapets finansielle kreditorer som typisk vil være banker og obligasjonseiere, samt gi innspill til de grep selskapet kan gjøre for å håndtere en situasjon hvor selskapet er i mislighold.

1.2 Struktur på publikasjonen – gjeldsbetjeningssevne og enterprise value

Denne publikasjonen dekker primært børsnoterte selskaper, men en stor del av vurderingene favner også selskaper som ikke er notert. Fokuset er på styret, aksjonærene og de finansielle kreditorene (det vil si banker og obligasjonseiere), og ikke på selskapets ordinære kreditorer.

Det er nemlig ofte de finansielle kreditorene som har nøkkelen for en langsiktig løsning for selskapet. De vanlige kreditorene knyttet til selve driften – løskreditorene som hovedsakelig omfatter leverandørene – vil i mindre grad være avgjørende for selskapets langsiktige eksistens. Særskilte forhold knyttet til disse kreditorene behandles derfor kun i mindre grad.

Vi ser i kapittel 2 først på normaltilstanden til selskapet. Selskapet oppfylle da alle sine forpliktelser, men det kan være varselamper som blinker hva gjelder drift og finansiering. Deretter ser vi an selskapet når den finansielle situasjonen

gradvis forverres, hvor styret og ledelsen må gjøre stadig større grep for å unngå insolvens og oppbud. Hele tiden legger vi til grunn at verdien av selskapet som et going concern er større enn verdiene ved likvidasjon, unntatt i kapittel 6 – som tar for seg nettopp likvidasjon.

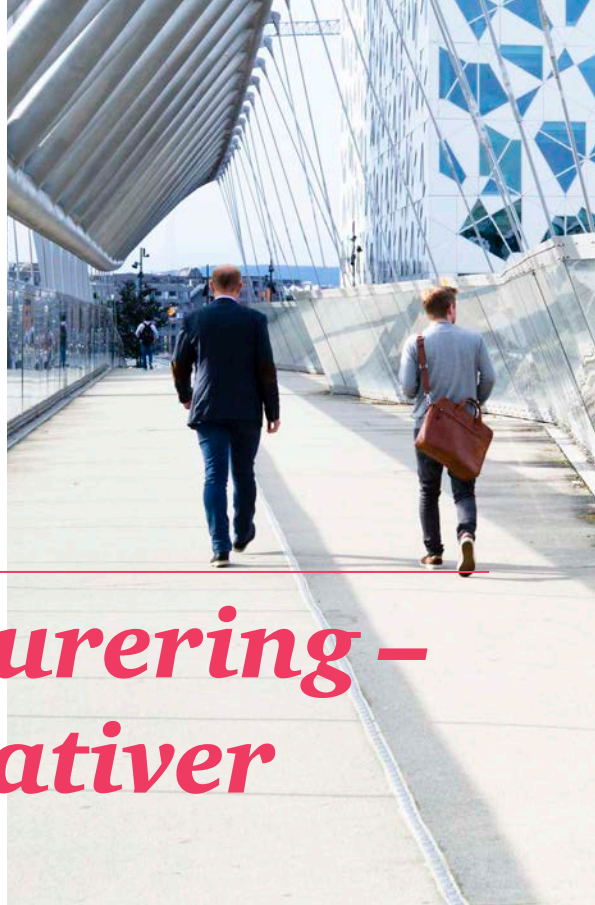
I kapittel 3 er selskapet i brudd med noen lånevilkår, men kan relativt lett oppnå *waivers*² gjennom det som kalles en lett restrukturering. En slik restrukturering gir selskapet noe ekstra tid slik at selskapet igjen kan betjene gjelden.

I kapittel 4 er det klart at selskapet har permanent forverrede rammebetingelser. *Enterprise value (EV)*³ er fortsatt større enn gjelden slik at noe av egenkapitalen er i behold, men gjeldsbetjeningssevnen er betydelig svekket.

1. Stakeholders – i mangel på et godt norsk uttrykk – er de partene som har interesser i selskapet. Selv om *interessenter* er et norsk alternativ, er stakeholders allerede et godt innarbeidet uttrykk. Vi fokuserer i denne publikasjonen på styret, ledelsen, aksjonærer, banker og obligasjonseiere, selv om eksempelvis også ansatte er en viktig stakeholdergruppe.

2. Waivers; at selskapets långiver frivillig gir avkall på rettigheter som man (med hjemmel i låneavtalen) har overfor selskapet. En slik waiver kan avtales midlertidig eller permanent. Et slikt avkall fjerner et reelt eller potensielt ansvar i henhold til avtalen for selskapet.

3. EV er enterprise value, et sentralt begrep i denne publikasjonen og er derfor beskrevet nærmere i tekstboks i høyre marg.





Det vil derfor være nødvendig med større grep for å øke tilgjengelig kontantstrøm. Styret bør nå iverksette sine handlingsplaner med hensyn til gjeldsrestrukturering for at selskapet skal klare å betjene lån og avdrag. (Dette vil normalt omfatte både en finansiell og operasjonell restrukturering – begreper vi ser på i avsnitt 1.3).

I kapittel 5 er egenkapitalen tapt, ved at EV er lavere enn den totale gjelden. Det kan da være nødvendig med konvertering av gjeld til ny egenkapital, altså en gjeldskonvertering.

Først i kap 6 vil vi anta at EV (det vil si going concern verdien) er lavere enn likvidasjonsverdien, hvor konkurs og likvidasjon fremstår som eneste alternativ.

I kapittel 7 gir vi en konklusjon.

Finansielle nøkkelbegreper i en restrukturering

Enterprise value, gjeldsbetjeningsevne og EBITDA er ikke juridiske begrep, men er svært nyttig å bruke i gjeldsrestruktureringer og gjeldskonverteringer.

Enterprise value – EV

EV er verdien på hele selskapet, det vil si markedsverdi av egenkapitalen (aksjeverdien) pluss rentebærende gjeld til markedsverdi, pluss minoritetsandeler, fratrukket selskapets kontantbeholdning. Enterprise value kan også betraktes som selskapets verdi på gjeldsfri basis.

I gjeldsrestruktureringer/-konverteringer (se kapittel 4 og 5) vil selskapets EV ofte beregnes ved hjelp av multippelanalyse, hvor man sammenligner selskapets nøkkeltall med andre selskaper i bransjen (ofte brukes EBITDA). Man kan også beregne EV ved neddiskontering av selskapets fremtidige kontantstrøm (basert på en restrukturert balanse). Ved å sammenligne forskjellige beregninger får man en indikasjon på selskapets EV.

Gjeldsbetjeningsevne

Gjeldsbetjeningsevnen er i hvilken grad selskapet har tilgjengelig kontantstrøm til å betjene renter og avdrag. Som hovedpremiss for en finansiell restrukturering må det i bunnen normalt ligge en positiv kontantstrøm fra driften, og denne kontantstrømmen må optimaliseres.

Gjeldsbetjeningsevnen kan vurderes ved hjelp av *gjeldsdekningsgraden*. Denne beregnes ved å ta selskapets kontantstrøm fra drift (eventuelt driftsresultatet) og dele det på gjeldsforpliktelser som forfaller innen ett år, det vil si primært renter, avdrag og eventuelt betaling av leasing. Hvis denne graden beregnes til over 1, har bedriften teoretisk sett tilstrekkelig kontantstrøm til å dekke løpende gjeldsforpliktelser, under 1 indikerer at bedriften kan få problemer med å betjene gjelden.

EBITDA

Som en tilnærming til kontantstrømmen brukes ofte selskapets EBITDA, dvs Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. EBITDA knytter således opp mot selskapets EV, siden både EV og EBITDA er begreper som er uavhengige av selskapets kapitalstruktur.

EBITDA kritiseres for å overse kapitalslitet, det vil si de nyinvesteringer som er nødvendige for å opprettholde (og eventuelt øke) produksjonskapasiteten, samt at begrepet ikke hensyntar eventuelt økt binding i arbeidskapital ved økt salg.

I en finansiell restrukturering er imidlertid reinvesteringer uansett underordnet i det korte bildet, siden selskapet jo ønsker å skyve på investeringene samt at det gjerne er overkapasitet i bransjen. Med redusert/jevn virksomhet vil det heller ikke bindes opp mer kapital i omløpsmidler.

Gjeldsbetjeningsevnen er altså direkte knyttet opp til selskapets fremtidige kontantstrøm. Den maksimale størrelsen på gjelden som avledes av gjeldsbetjeningsevnen vil måtte være lavere enn EV, siden EV også tar høyde for verdielementer som ikke nødvendigvis uttrykkes direkte i kontantstrømmen de nærmeste årene. Forskjellen mellom EV og størrelsen på gjelden (utledet av gjeldsbetjeningsevnen) vil teoretisk sett være egenkapitalen i selskapet.

Gjeldsbetjeningsevne målt med EBITDA

Selskapenes gjeldsbetjeningsevne kan også beregnes som EBITDA* i prosent av gjelden**:

$$\text{Gjeldsbetjeningsevne} = \frac{\text{EBITDA} \times 100}{\text{rentebærende gjeld}}$$

Er eksempelvis EBITDA på 100 mill NOK årlig, og gjelden er 200 mill NOK så er gjeldsbetjeningsevnen 50 %. Sagt på en annen måte vil selskapet (gitt uendret inntjening) teoretisk sett kunne nedbetale rentebærende gjeld på 2 år. Imidlertid vil deler av EBITDA anvendes til skatt, investeringer etc slik at en nedbetaling i løpet av 2 år vil være urealistisk.

EBITDA i forhold til gjelden brukes også svært ofte som et lånevilkår av bankene. Men da er begrepet invertert; gjeld/EBITDA. Lånevilkåret setter da et tak på maksimal gjeld selskapet kan ha, i forhold til inntjeningen målt med EBITDA. Utenlandske ratingbyråer vurderer gjerne gjeld/EBITDA på 5 eller mer som en indikasjon på at selskapet vil kan få problemer med å betjene gjelden, men dette er avhengig av flere forhold.

Gjeldsbetjeningsevnen (målt med EBITDA i forhold til netto rentebærende gjeld) for norske ikke-finansielle foretak notert på Oslo Børs var noe over 40 % pr utgangen av 2015. Målt slik har gjeldsbetjeningsevnen for norske, ikke-finansielle børselskaper fluktuert mellom 30 til 60 % i perioden 2002 og 2015. (Kilde; Aktuell Kommentar 3/2016, Norges Bank).

*) Andre inntjeningsmål kan brukes for å vurdere gjeldsbetjeningsevnen

**) Rentebærende gjeld blir gjerne redusert med tilgjengelig likviditet



1.3 Målet med en finansiell og operasjonell restrukturering

Målet med en *finansiell restrukturering* vil være å maksimere gjeldsbetjeningsveien samt å restrukturere selskapets kapitalstruktur slik at det igjen blir i stand til å betjene sine finansielle kreditorer. En finansiell restrukturering vil normalt være basert på en frivillig løsning, det vil derfor være nødvendig å komme frem til en løsning som er akseptabel for alle involverte parter⁴. Vi forutsetter i det følgende at de ordinære leverandørene (altså leverandørene som ikke er långivere) vil kunne betales som normalt. Det er nemlig som nevnt de *finansielle* kreditorer man må finne en god løsning med, for at selskapet skal få en hensiktsmessig kapitalstruktur slik at gjeld og renter kan betjenes. En finansiell restrukturering kan dog ikke vurderes isolert, men må ses i sammenheng med selskapets ordinære virksomhet. Følgelig må en finansiell restrukturering ofte også ledsages av en operasjonell restrukturering.

En *operasjonell restrukturering* vil typisk være grep som gjøres med selve driften, eventuelt på et høyere strategisk nivå med selve forretningsmodellen. Hensikten er å sørge for at kontantstrømmen fra driften vil kunne være tilstrekkelig til å dekke (reforhandlede) renter og avdragsprofil. Eksempelvis vil nedbemanning ofte være det første tiltaket ledelsen griper til for å øke tilgjengelig kontantstrøm.

Operasjonell og finansiell restrukturering har således fokus på hver sin side av balansen, men må selvsagt ses i sammenheng. En restrukturering som kun fokuserer på finansielle forhold, vil ofte være utilstrekkelig til å bøte på det underliggende problemet med at kontantstrømmen ikke er tilstrekkelig til å betjene gjelden. Dermed vil selskapet etter en tid igjen får problemer. Dette er forhold vi vil diskutere i detalj nedenfor. Både med operasjonelle og finansielle restruktureringer vil selskapet oppnå å redusere sin operasjonelle og finansielle gearing, slik disse begrepene blir nærmere diskutert i neste avsnitt.

Vi bruker for øvrig gjennomgående engelske begreper på sentrale områder, da vår erfaring er at informerte lesere er mer kjent med de engelske uttrykkene enn tilsvarende norske begrep.

1.4 Høy finansiell og operasjonell gearing?

Fokuset på både den finansielle og operasjonelle delen av virksomheten eksisterer selvsagt også før selskapet kommer i mislighold. Det er derfor naturlig å nevne kort hvilke vurderinger selskapet bør gjøre med hensyn til såkalt finansiell og operasjonell gearing (også kalt leverage⁵), siden en svært høy finansiell og/eller operasjonell gearing gir en høyere risiko for mislighold av selskapets forpliktelser, spesielt hvis selskapet er i en syklisk bransje.

En relativt høy *finansiell gearing* (gjeldsgrad – det vil si gjeld delt på egenkapital) innebærer en høy gjeldsbyrde og høye, faste rentekostnader.

Et selskap kan også ha en relativt høy *operasjonell gearing*, som innebærer at faste kostnader utgjør en høy andel av selskapets totale (faste pluss variable) kostnader. Kapitalintensive bransjer vil typisk ha høy operasjonell gearing, et eksempel er flyselskaper hvor det meste av kostnadene er faste. Denne gearingen kan flyselskapene redusere ved å sette ut flyvedlikehold til tredjepartsleverandører. Slik outsourcing vil normalt innebære at selskapet reduserer faste kostnader i bytte mot høyere variable kostnader, noe som altså reduserer den operasjonelle gearingen.

4. Dog vil det være slik at for obligasjonslån er det normalt nødvendig med kun 2/3 flertall for å binde hele obligasjonsfelleskapet. Dette er beskrevet nærmere senere i publikasjonen.

5. Leverage og gearing har samme meningsinnhold og er uttrykk som brukes om hverandre utover i publikasjonen.

I gode tider er høy leverage generelt positivt da dette forsterker bunnlinjen, gitt at selskapet får en omsetning over breakeven-omsetningen. Ulempen er at i nedgangstider vil en relativt høy leverage være en konkurranseulemp vis-a-vis andre selskaper i samme bransje; de selskapene med høyest leverage vil normalt få finansielle problemer før konkurrenter med lavere gearing.

Kombinasjonen av både høy finansiell og operasjonell gearing for selskaper i en syklisk bransje er spesielt utfordrende. Disse selskapene vil være svært utsatt i nedgangstider og behovet for restrukturering av selskapet kan melde seg raskt.

Selskapets valg av høy og/eller lav finansiell/operasjonell gearing er derfor et strategisk spørsmål som må vurderes på styrenivå, som nevnt kan dette til en viss grad avpasses gjennom outsourcing eller insourcing (vertikal integrasjon), samt hvilken andel egenkapitalfinansiering selskapet legger opp til. Slike vurderinger og tilpasninger til ønsket nivå av gearing er det selvsagt mye lettere å gjøre i gode tider, når fremtidsutsiktene er lyse.

1.5 Alternativene til gjeldsrestrukturering og gjeldskonvertering

Norske selskaper kan velge – gjennom reglene i lov om gjeldsforhandlinger og konkurs – å begjære offentlige gjeldsforhandlinger. En slik gjeldsforhandling omfatter ideelt sett en rask rettslig prøving av om åpning av gjeldsforhandlinger vil ha noe for seg, det vil si om selskapet vil kunne oppnå frivillig gjeldsordning eller tvangsakkord⁶. Selskapets ordinære drift kan fortsette mens gjeldsforhandlingene pågår, og kreditorene kan ikke begjære selskapet konkurs.

En fordel med en slik prosess er at den gir styret ansvarsfrihet for selskapets drift på kreditors regning i restrukturingsperioden.

Selskapene bruker imidlertid ikke denne adgangen, da lovverket betraktes som tungvint og formalistisk samt at prosessen blir svært offentlig. Videre kreves det enstemmighet blant kreditorene for å starte en prosess med frivillige gjeldsforhandlinger, og normalt en minimumsdividende til kreditorene på 25 % for å få stadfestet en tvangsakkord. Dette er det vanskelig å oppnå i praksis. Selskapet og styret mister også initiativet til prosessen, ettersom styret fratas kontrollen og det er gjeldsnemnda (som oppnevnes av retten) som ivaretar fordringshaverens interesser og følger opp selskapets disposisjoner⁷.

Til sammenligning brukes det tilsvarende amerikanske regelverket *chapter 11* i mye større grad av amerikanske selskaper. Også her beskyttes selskapet mens man arbeider med gjeldsforhandlinger. Det er verdt å merke seg at også et norsk selskap har reorganisert seg under beskyttelse av *chapter 11* (PGS ASA i 2004), med et vellykket resultat.

Forutsetningen for at et norsk selskap eventuelt bruker *chapter 11*, er at noe av virksomheten foregår i USA. En *chapter 11* prosess er vanligvis svært komplisert⁸.

Refinansiering kontra finansiell restrukturering

En refinansiering gjøres av selskapet ut ifra styrke. Hvis rentenivået faller eller selskapet gjør det bra økonomisk, vil selskapet kunne forhandle frem bedre betingelser på eksisterende lån, eventuelt innløse gamle lån i nye lån med bedre betingelser. Sagt på en annen måte; går selskapet bra, er risikoen lavere for långiverne, noe som selskapet benytter til å forhandle ned renten på lånene.

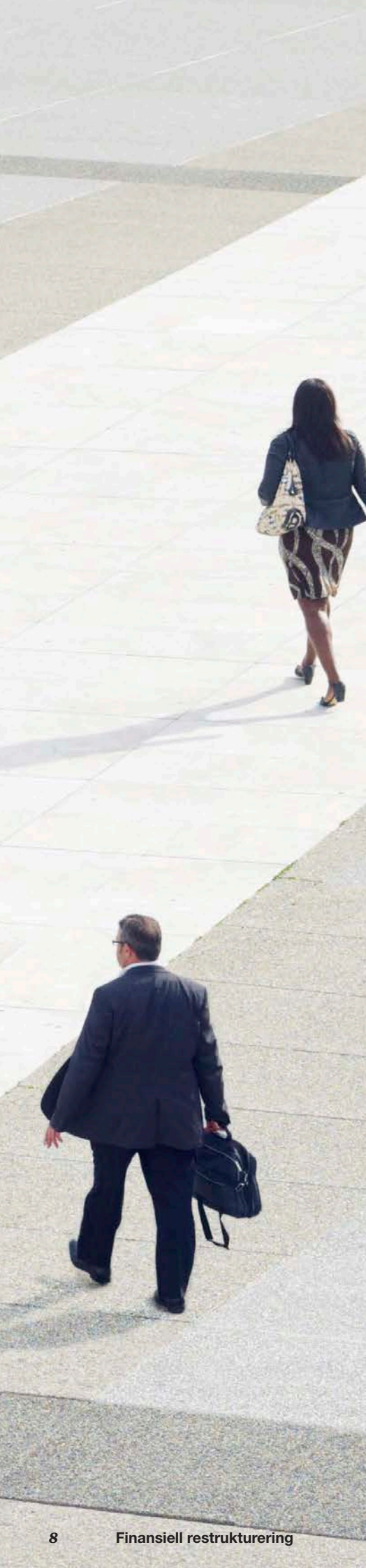
Til sammenligning gjøres en finansiell restrukturering ut fra svakhet, selskapet er kommet i en situasjon hvor det er tvunget til å ta større eller mindre grep for å få bringe kontantstrømmen i samsvar med betjeningen av gjelden fremover.

Ofte brukes imidlertid begrepene refinansiering og finansiell restrukturering om hverandre.

7. Justisdepartementet har nedsatt et utvalg som skal vurdere om gjeldsforhandlingsreglene kan gjøres mer fleksible slik at selskapene i større grad enn i dag kan overleve. Det er ventet at utvalget vil se hen til de amerikanske *chapter 11* reglene.

8. Hvis restruktureringsforslaget gjøres klart for selskapet søker beskyttelse i en *chapter 11*-prosess vil dette være en såkalt *pre-pack*. Selskapets ledelse får således første sjansen til å legge frem en restruktureringsplan til retten slik PGS gjorde, og selskapet vil arbeide for at de fleste stakeholder i prinsippet er enig i løsningen før man går til retten. Skulle man likevel ikke oppnå tilstrekkelig flertall for foreslått løsning, vil retten gi andre grupper/kreditorer anledning til å komme med sine restruktureringsforslag og utfallet er da mer usikkert. Uansett er prosessen vært tidkrevende.

6. En tvangsakkord vil være en reduksjon av selskapets gjeldsforpliktelser og/eller en utsettelse av forfallstidspunktet for tilbakebetalingen, vedtatt av et kvalifisert flertall av debitorerne i gjeldsforhandlingene.



På grunn av begrensningene med de norske reglene om gjeldsforhandlinger og konkurs, er ofte beste løsningen for norske selskaper å oppnå en frivillig, utenrettslig løsning med sine kreditorer. En løsning hvor hovedsaklig de finansielle kreditorene aksepterer at låneavtaler blir reforhandlet, men også gjerne at ordinære usikrede kreditorer (leverandører) vil måtte akseptere reforhandlede betingelser. Aksjonærene må også bidra med sitt i en slik situasjon.

Det rettslige regimet for slike løsninger – reglene i lov om gjeldsforhandlinger og konkurs – blir således forvist til å være et ris bak speilet når selskapet arbeider for å få en frivillig finansiell restrukturering.

1.6 Stakeholder-analyse

I en situasjon hvor selskapet er kommet i mislighold vil alle parter (banker, obligasjonseiere, aksjonærer) ofte gjøre en såkalt stakeholder analyse. Formålet med denne analysen (som aktørene selvsagt holder for seg selv) er å se hvor sterkt eller svakt en selv og motpartene står. Dette arbeidet vil være en viktig del av forberedelsene til de intense forhandlingene som står for døren i en finansiell restrukturering. Noen kreditorer har sikkerhet, mens andre ikke har det. Hver av partene vil spille med de kort de har på hånden. Og det er på ingen måte gitt at långivere med sikkerhet vil oppnå 100 % av sine krav i de forhandlingene som innledes.

Såfremt selskapets finansielle situasjon forverrer seg, er det to forhold som gjør seg gjeldende:

1 Interessene til hver gruppe av stakeholders vil gå i forskjellig retning, og tildels komme i motstrid.

Et eksempel er at mens det tidlig i fasen kan være i alle stakeholders interesse å beholde selskapet som en juridisk enhet for å maksimere verdiene, kan det senere i prosessen bli mer rasjonelt for bankene å realisere sikkerheten man måtte ha, det vil si likvidasjon.

2 Hva som fremstår som en riktig vurdering på ét tidspunkt for stakeholderne, kan senere fortonne seg som mindre gunstig hvis situasjonen forverrer seg.

Stakeholdernes vurderinger er i tillegg også situasjonsbetinget, det vil si i stor grad avhengig av hvor langt selskapet er kommet i krisen. Det som kan være fornuftig for en aktør på et steg i prosessen, vil ikke nødvendigvis være like fornuftig hvis situasjonen har forverret seg. Et eksempel er at for aksjonærene kan det være rasjonelt å skyte inn ny kapital når situasjonen ikke er så alvorlig, mens det på et senere tidspunkt ikke nødvendigvis vil være like fornuftig å skyte inn nye penger. Det er derfor nødvendig å gjøre en ny vurdering av hver stakeholders interesser på hvert steg i prosessen, etterhvert som selskapets finansielle situasjon eventuelt forverrer seg.



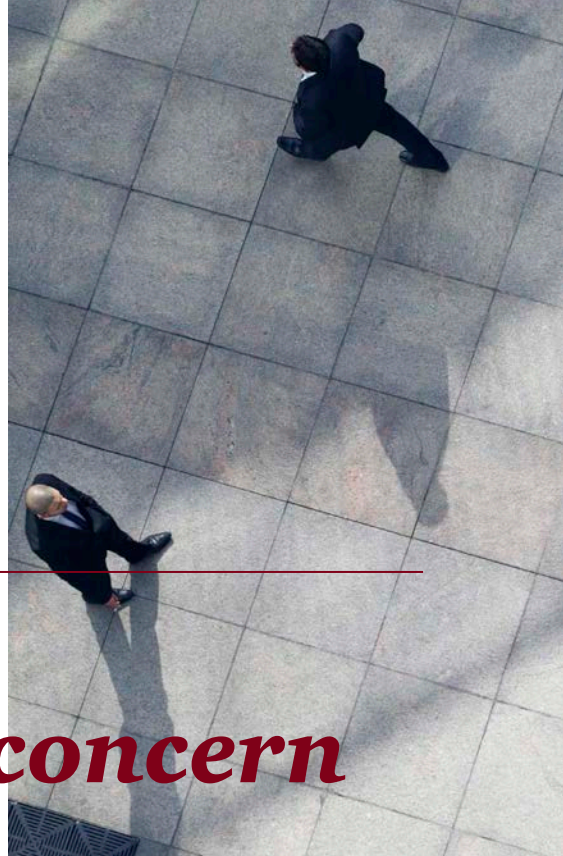
Faresignaler – røde flagg

Det er noen signaler som indikerer at selskapet kan være mer utsatt i nedgangstider. Under har vi satt opp en del slike faresignaler.

- **Sviktende internkontroll**
Manglende intern rapportering og oppfølging. Likviditetsbudsjetter som ofte kommer opp «short».
- **Brudd på lånevilkår, også tidligere år**
- **Komplisert selskapsstruktur**
Mange selskaper med krysseierskap, med mange transaksjoner, lån og lånevilkår
- **Varelager og fordringer vokser**
Hvis disse postene vokser over tid mer enn inntektene, vil selskapet binde arbeidskapital. Kan tyde på ukurans og kundefordringer som ikke blir betalt.
- **Arbeidskapitalen er negativ**
Dette indikerer dårlig likviditet, og at deler av anleggsmidlene i realiteten blir finansiert med kortsiktig gjeld
- **Aggressiv inntektsføringspolitikk**
Gir et misforhold i forhold til kontantstrømmen
- **Bruttofortjenestemarginene fallende over tid**
Kan indikere økende konkurranse og at selskapet taper markedsandeler
- **Operasjonell kontantstrøm avtagende**
Redusert kontantstrøm gir redusert gjeldsbetjeningsevne
- **EBITDA målt mot gjeld avtakende**
EBITDA / netto rentebærende gjeld reduseres over tid, dette indikerer svakere gjeldbetjeningsevne
- **Revisors innsigelser**
Enten i revisjonsberetning eller i direkte kommunikasjon med selskapet
- **Endrede regnskapsprinsipper**
Uten at dette har fornuftig forklaring
- **Selskapets finansiering ugunstig**
Selskapet er kortsiktig finansiert. Eller har relativt høy gjeldsgrad, gjerne høyere enn bransjen
- **Omfattende bruk av derivater**
Som gir et komplekst bilde
- **Få og store kunder – kan disse gjøre opp for seg**
- **Virksomhet primært i spotmarkedet**
Endrede markedsvilkår vil slå raskt inn på selskapet
- **Selskapet har break even høyere enn konkurrentene**
- **Selskapet har høyere funding kostnader enn konkurrentene**
- **Store låneforfall nært i tid**
Betydelige låneforfall som kommer opp i løpet av kort tid uten at selskapet har nok kontanter/andre trekkfasiliteter eller uttrykt noen strategi/salg for å dekke inn dette
- **Lånevilkår i faresonen**
Over tid er «headroom» på lånevilkårene mindre og mindre – men vanskelig å se fra utsiden
- **Markedets prising av obligasjonslån**
Ofte interessant å se an om selskapets obligasjonslån eventuelt handles til underkurs – har markedet priset inn noe som selskapet ikke selv har kommunisert?

2

Normaltilstanden – selskapet som going concern



2.1 Selskapet er i full compliance

Normaltilstanden til selskapet er at det er et going concern. Det vil si at det har en positiv, operasjonell kontantstrøm som vil dekke renter og avdrag i løpet av neste 12 måneders periode⁹.

Videre vil dette innebære at selskapet har en betryggende internkontroll, hvor alle lånebetingelser overvåkes, selskapet er i compliance med alle lånevilkår og dette rapporteres løpende til banker og obligasjonseiere (Nordic Trustee) i henhold til låneavtalene.

2.2 Styrets ansvar – følge opp internkontroll, risiko, forsvarlig likviditet og egenkapital

Styret har det overordnede ansvar for forvaltning av selskapet, herunder at selskapet har en betryggende internkontroll. Styret skal holde seg løpende orientert om selskapets økonomiske stilling. Styret må spesielt påse at selskapet har en forsvarlig egenkapital og likviditet som står i forhold til risikoen ved, og omfanget av, selskapets virksomhet. Reglene følger direkte av aksjelovene¹⁰.

Dette er således noe som bør tas opp på hvert styremøte og nedtegnes i styreføretatet. For børsnoterte selskaper bør det avholdes minst fire styremøter i året (for hver kvartalsrapport samt for årsregnskapet).¹¹

Styret har plikt til å foreta en løpende vurdering om egenkapital og likviditet er lavere enn forsvarlig. Hvis siste regnskap viser at selskapets egenkapital er tilfredsstillende og det ikke har inntruffet nye forhold som har betydning for selskapets egenkapital, vil styret normalt ikke trenge gjøre noen hyppigere vurdering.

Selskapenes ledelse og styret er videre ansvarlig for informasjonen i årsregnskapet og at informasjonen tilfredsstiller lov- og regnskapskrav. I års- og halvårsregnskapet må således styret bekrefte at regnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarter og at opplysningene i regnskapet gir et rettviseende bilde av foretakets og konsernets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.¹²

9. Denne definisjonen er ikke nødvendigvis på linje med hva IFRS definerer som going concern.

10. Aksjelovene omfatter her lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper. PwCs styrebok 2016 gir en nærmere beskrivelse av handleplikten i disse lovene. Se også: <http://blogg.pwc.no/skattebloggen/naar-det-ser-morkt-ut-del-3-drift-paa-kreditors-regning>

11. Rapportering av første og tredje kvartal er imidlertid frivillig fra og med januar 2017, i henhold til Børsens sirkulære nr 4/2016.

12. Kravene er noe mer utfyllende. Se verdipapirhandelloven § 5-5 og 5-6.



Styret bør således også vurdere om man har gjort nødvendige risikovurderinger for å stå godt rustet når uventede hendelser inntreffer. Herunder om relevante risikofaktorer er kommunisert godt nok til investorene og aksjemarkedet generelt (for børsnoterte selskaper).

Styret bør også ha et bevisst forhold til selskapets finansielle og operasjonelle gearing, som nevnt i kapittel 1.

2.3 Kommunikasjon av lånevilkår – i den grad selskapet er i ferd med å bryte vilkårene

I utgangspunktet er det ikke nødvendig for et selskap å kommunisere sine lånevilkår til markedet og investorene, gitt at man ikke er i brudd. Tvert imot vil ofte selskapet og bankene ønske at selskapet holder informasjon om en eventuell gunstig bankfinansiering konfidensiell¹³. Det er likevel gode grunner til å informere markedet om hvilke lånevilkår selskapet har.

Ved at lånevilkårene fremgår av regnskapene vil ikke markedet spekulere i hva lånevilkårene omfatter, skulle det begynne å gå dårlig med selskapet. Markedet vil derfor i større grad være forberedt på det som måtte komme.

Finanstilsynet har i et rundskriv skrevet følgende om lånevilkår:

«IFRS 7 stiller ikke eksplisitte krav til opplysninger om låneavtalevilkår i de tilfeller hvor foretaket ikke er i brudd med disse ved utløpet av rapporteringsperioden. Ofte kan det likevel være nødvendig å gi informasjon om låneavtalevilkår etter de generelle bestemmelsene i IFRS 7.7 og 7.31. Finanstilsynet er av den oppfatning at opplysninger om låneavtalevilkår i større grad er nødvendig for å vurdere arten og omfanget av risiko, jo nærmere foretaket er å bryte vilkårene. Informasjon om at et foretak ikke har låneavtalevilkår kan være relevant for å forstå risikobildet knyttet til foretakets finansielle forpliktelser, og kan derfor også være nødvendig å opplyse om.¹⁴»

13. For obligasjonslån er det uansett ikke mulig å holde sensitive lånevilkår hemmelig, da et større antall obligasjonseiere er involvert og låneavtalene er offentlige.

14. Se Finanstilsynets rundskriv 5/2011, avsnitt 2.2.4.

3

Rent forbigående mislighold – lett restrukturering

3.1 Selskapet trenger kun waivers og forlengelser på avdragsprofil

Låneavtalene (både banklån og obligasjonslån) inneholder en rekke lånevilkår som selskapet må følge. Dette er primært finansielle vilkår hvor selskapet skal overholde visse forholdstall, som størrelse på EBITDA¹⁵, likviditet, egenkapitalandel, markedsverdi på eiendeler og lignende. I den grad selskapet ikke klarer å overholde slike lånevilkår, er lånet i utgangspunktet misligholdt. Dette betyr ikke uten videre at selskapet rettslig sett kommer i en insolvenssituasjon, da dette er et privatrettslig forhold hvor låneavtalen har mekanismer som gjør at selskapet kan diskutere og eventuelt reparere forholdet med banken/obligasjonseierne.

Er selskapet i ferd med å bryte lånevilkår eller er i brudd, vil selskapet kontakte bankforbindelsen og oppnår ofte at bruddet på lånevilkåret blir ettergitt

(banken gir waivers) for en periode, eventuelt med en utsettelse på avdragsprofilen. Dette representerer en relativt ukomplisert og lett restrukturering¹⁶.

Har selskapet obligasjonslån er det noe mer komplisert. Nordic Trustee (NT) er gjennom låneavtalene mellom selskapet og NT gitt fullmakt til å være tillitsmann for obligasjonseierne, og ivaretar således obligasjonseiernes rettigheter. NT har mandat (gjennom obligasjonsavtalen) til å avklare mindre brudd på låneavtalen på egen hånd. Er det dog større forhold, som reforhandling av lånevilkår eller utsettelser på renter/avdrag, må NT kalle inn til obligasjonseiermøte. Normalt legger låneavtalen opp til at 2/3 av obligasjonseierne på møtet må stemme for. Dette må imidlertid vurderes i forhold til hver enkelt låneavtale.¹⁷

16. Dette refereres også gjerne til som *amend and extend* av henholdsvis vilkårene og nedbetalingsperioden i avtalene. Hensikten med *amend and extend* er at dette kjøper selskapet tid frem til selskapet igjen kan betjene gjelden, og er gjerne tuftet på en antagelse om at problemene er av midlertidig art. Det er glidende overganger mellom lett restrukturering og gjeldsrestrukturering, i noen tilfeller vil mindre utsettelser av betaling av låneavdrag være å betrakte som en «lett restrukturering». For enkelthets skyld vil imidlertid utsettelser av renter og låneavdrag behandles som gjeldsrestrukturering, som dekkes i neste kapittel.

15. Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization. Se nærmere om EBITDA på side 5.

17. Her er Nordic Trustees dokumentmal: <http://nordictrustee.com/documentation>.

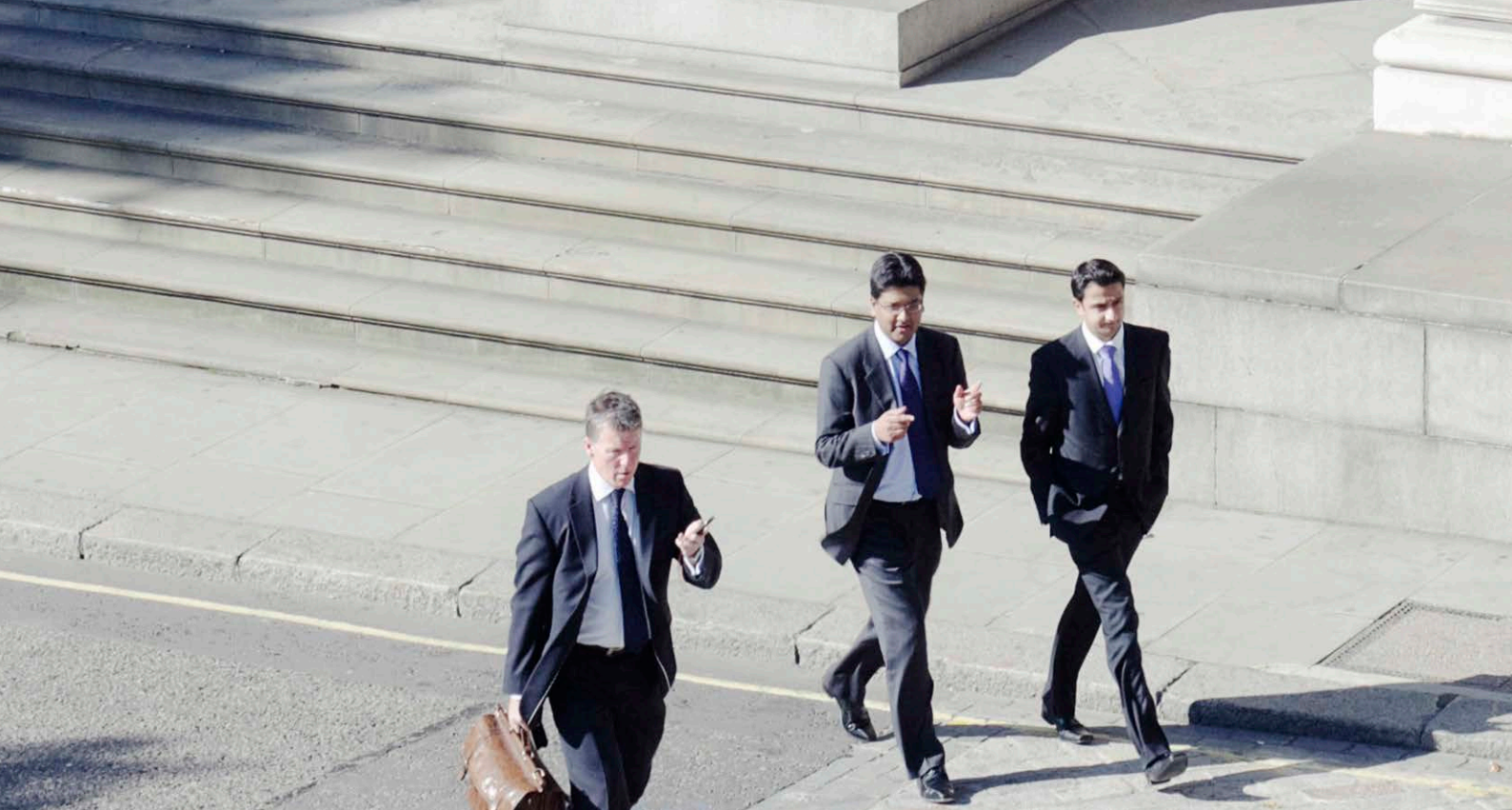


Nordic Trustee

På lik linje med obligasjonsmarkedene i utlandet er obligasjonseierregisteret ikke offentlig tilgjengelig informasjon, heller ikke for selskapet som usteder obligasjonene. Nordic Trustee (tidligere Norsk Tillitsmann) representerer alle obligasjonseierne igjennom de avtaler som obligasjonslånet er basert på. All kommunikasjon og løsningsforslag til obligasjonseierne må følgelig gå igjennom NT, og vil bli offentlig informasjon. I praksis omgår selskapene dette ved å bruke meglerhuset som opprinnelig plasserte lånet til å spore opp obligasjonseierne, for å åpne en direkte dialog med disse, når dette blir aktuelt.

Det er verdt å merke seg at selv om NT om nødvendig kan aktivt gå inn og realisere pantet for et obligasjonslån, så kan ikke NT være aktiv forhandlingspartner for selskapet. Blant annet vil obligasjonseierne i forskjellige lån ha svært ulike interesser (noen obligasjonslån har sikkerhet, andre ikke).

Siden obligasjonslånene er forskjellige, vil obligasjonseierne ha sprikende interesser og NT kan således ikke forhandle på vegne av hvert enkelt av disse lånene. Dette tilsier også at hvert obligasjonslån bør vurdere å hente inn sin egen, finansielle rådgiver.



3.2 Styrets vurderinger – forberede handlingsplaner og dialog med långiverne

Det er verdt å merke seg at brudd på lånevilkår ofte fungerer som en early warning til bankene om potensielle, fremtidige problemer med selskapet, slik at det er mulig for bankene å reagere mens det fortsatt er et handlingsrom.

På samme måte bør brudd på lånevilkår også få alarmklokkene å ringe hos selskapets styre, som må følge opp med ledelsen hva gjelder bakgrunnen for brudd på lånevilkårene. Herunder om det er kun et midlertidig problem eller om det er nødvendig med mer permanente løsninger. Styret bør således følge opp at ledelsen har den nødvendige dialog med långiverne. Selskapets finansielle modeller/likviditetsmodeller bør ledelsen ha svært god kontroll på.

3.3 Reklassifisering av langsiktige lån til kortsiktig?

Et spørsmål som melder seg er om lånebruddet medfører at langsiktige lån må reklassifiseres som kortsiktig i balansen. I henhold til IFRS (IAS 1) må waivers være på plass før balansedagen (og gjelde for minst 12 måneder målt fra balansedagen) for at lånegjeld skal forbli klassifisert som langsiktig gjeld i balansen. Til sammenligning er det for US GAAP akseptabelt at waivers avtales etter balansedagen for å tillate balanseføring som langsiktig gjeld pr årsslutt, gitt at waivers er på plass før regnskapet blir utstedt.

Selvsagt, overholder et børsnotert selskap ikke lånevilkårene må dette kommuniseres til markedet såfremt bruddet på lånevilkåret er å betrakte som innsideinformasjon. (Dette vil normalt være tilfelle hvis dette medfører at lånet er misligholdt og banken kan kreve å få det tilbakebetalt). I det rundskriv som vi refererer til i kapittel 2, har således Finanstilsynet kommentert at følgende informasjon må rapporteres i regnskapet:

«Hvis et foretak har misligholdt et innlån eller er i brudd med andre låneavtalevilkår som innebærer at långiver ved utløpet av rapporteringsperioden kunne kreve fremskyndet tilbakebetaling, skal det gis opplysninger om dette, jf. IFRS 7.18 og 7.19. Det skal gis opplysninger om misligholdet, den balanseførte verdien av det misligholdte lånet, samt om misligholdet har blitt rettet opp eller om vilkårene for lånet er reforhandlet før finansregnskapet ble godkjent for offentliggjøring.»

Såfremt børsselskapet har legitime grunner til å velge såkalt «utsatt offentliggjøring» (se kapittel 4 side 20 – typisk hvis selskapet skal forhandle med bankene) vil selskapet kunne vente med å kommunisere dette til markedet. Dette er i så fall noe som selskapet må vurdere sammen med sin juridiske ekspertise, siden hvert tilfelle vil være forskjellig.



Lånevilkår som kan skape problemer

Noen lånevilkår (i bank- og obligasjonslån) kan være spesielt utfordrende å håndtere når selskapet er i finansielle problemer. Spesielt kryssmisligholds- og MAC-klausuler kan skape utfordringer.

Kryssmisligholdsklausul

Dette lånevilkåret innebærer at hvis et helt annet lån hos låntager blir misligholdt (gitt av en annen långiver), så vil også lånet med kryssmisligholdsklausulen være å anse for misligholdt. Bakgrunnen er at långiver da vil få mulighet til en exit fra et låneengasjement hvor risikoen var større enn forventet da lånet ble gitt. Ofte er det imidlertid ikke så lett å kreve lånet tilbakebetalt når krisen er oppstått, men banken ønsker likevel å ha denne muligheten tilgjengelig. Det er derfor viktig for selskapet å ha kontroll på hvilke lån som har slike klausuler, siden hele selskapets finansiering fort kan komme i mislighold.

En slik klausul kan også sees i lys av at selskapet da må invitere denne banken (med lånet med kryssmisligholdsklausul) til forhandlingsbordet samtidig med de andre lånene som er blitt misligholdt, slik at ikke denne banken blir *kept in the dark* når selskapet begynner forhandlingene med de andre långiverne. Uten en slik mulighet til å sitte ved forhandlingsbordet innledningsvis hvor selskapet har ulmende finansielle problemer, vil bankens posisjon/sikkerhet kunne bli forverret.

Materially Adverse Change (MAC)-klausul

Mange låne- og obligasjonsavtaler har også en MAC-klausul. Ved en vesentlig negativ endring i låntakers evne til å følge opp sine forpliktelser etter låneavtalen utløses denne klausulen, og långiveren kan kreve lånet tilbakebetalt (eller at låntaker ikke får trekke ytterligere opp på lånerammen). Dette gir således långiveren en exitmulighet i forhold til selskapet, som har blitt et betydelig mer risikabelt låneengasjement for långiver enn det som banken opprinnelig hadde lagt opp til.

Det er imidlertid svært sjelden i Norge at en slik klausul blir brukt av banken for å kreve lånet tilbakebetalt, altså at banken mener klausulen er trigget. Dette skyldes nok at en slik klausul er ganske upresis og inspirert av engelsk tradisjon, og det er således lite norsk rettspraksis rundt dette. Det som også holder bankene igjen er at långiver pådrar seg et betydelig ansvar og risiko hvis selskapet går overende basert på mislighold av denne klausulen, gjerne i kombinasjon med eventuelle kryssmisligholdsklausuler i andre låneavtaler.

Et annet, viktig hensyn med en MAC-klausul er imidlertid at långiver med hjemmel i et brudd på denne klausulen kan kreve å få innflytelse over selskapet. Bakgrunnen er at banken som långiver ikke har noen eierbeføyelser i forhold til selskapet. Men med hjemmel i en misligholdt MAC-klausul kan banken likevel kreve å få en "hånd på rattet" i forhold til styringen av selskapet, hvis rammebetingelsene forverres og en krise truer. Mislighold av denne klausulen gir bankene også en mulighet til å justere opp rentebetingelsene siden risikoen tross alt har økt betraktelig.

3.4 Bankenes vurderinger

Bankene ønsker normalt ikke å tiltre sikkerhet for lånet (skip eller annet) eller selve driften av selskapet uten videre, men vil i stedet eventuelt redusere eksponeringen i den grad det er mulig - noe som ofte er vanskelig. Det er derfor både i selskapets og bankenes interesser på dette stadiet å finne en akseptabel løsning som både selskapet og bankene kan leve med, som da normalt innebærer å gi waiver(e) på de lånevilkår som var i brudd samt også utsette avdragsprofilen.¹⁸

Bankene vil imidlertid bruke anledningen til å justere opp rentebetingelsene, ettersom risikoen ved engasjementet nå er høyere enn det banken la til grunn da låneavtalen ble fremforhandlet. Bankene vil også til en viss grad ta hensyn til sitt renommé i markedet, og således søke etter løsninger som er i både selskapets og bankenes interesser.

3.5 Obligasjonseierne og NT

Mens bankene er långivere, er obligasjonseierne mer å betrakte som finansielle investorer. Der bankene derfor vil søke å ivareta flere ulike behov som eksempelvis sine kommersielle og omdømmemessige forhold, vil obligasjonseierne normalt kun fokusere på å få best mulig avkastning.

Selskapet vil ikke ha tilgang til obligasjonseierregisteret, og har således ikke oversikt over obligasjonseierne og heller ingen direkte kontakt med disse. All kontakt må derfor i utgangspunktet gå gjennom NT.

I og med at obligasjonslånene normalt kan omsettes, kan selskapets obligasjonseiere ofte være helt andre enn de som ble med på den opprinnelige obligasjonsutstedelsen. Noen av obligasjonseierne har gjerne kjøpt seg inn på lavere priser på obligasjonene, noe som er relevant å ha i bakhodet ved en eventuell senere gjeldsrestrukturering. Andre obligasjonseiere har kjøpt seg inn ene og alene for å spekulere i *distressed bonds*.

Risikoprofilen til obligasjonseierne skiller seg derfor fra bankene.

Som nevnt over må waivers og andre større endringer i obligasjonsavtaler normalt godkjennes av 2/3 av obligasjonseierne i obligasjonseiermøter.

18. Bankene har normalt heller ikke adgang til å ta over driften på grunn av slike mislighold uten videre.



4

Selskapet klarer ikke betjene gjelden – gjeldsrestrukturering

4.1 De finansielle problemene er mer permanente

Når selskapet ikke oppnår inntekter eller vinner kontrakter i henhold til budsjett vil kontantstrømmen raskt svekkes. Selskapet kan komme i en situasjon hvor det heller ikke på lengre sikt klarer å betjene sin gjeld, typisk hvis rammebetingelsene er permanent endret. De finansielle problemene er altså av en mer vedvarende karakter enn beskrevet i foregående kapittel.

4.2 Styrets vurderinger – handleplikt og standstill-avtale

I denne situasjonen kan likevel selskapet fortsatt ha en EV som er større enn gjelden, noe vi legger til grunn i dette kapitlet. I dette tilfellet må imidlertid styret vurdere om selskapet har en egenkapital (verdijustert) og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet. I slike situasjoner løftes ansvaret for selskapets forretningsdrift fra administrasjonen over på styret, med andre ord skjerpes styrets forvaltnings- og tilsynsplikt.

Rent formelt fremgår det av aksjeloven at styret har en *handleplikt*¹⁹. Hvis egenkapitalen er blitt mindre enn halvparten av aksjekapitalen må generalforsamlingen innkalles og styret redegjøre for selskapets økonomiske stilling, og foreslå tiltak som kan bøte på en eventuelt for lav egenkapital. I praksis har imidlertid styret noe frihet til å arbeide konfidensielt med en restruktureringsløsning med bankene.

En restruktureringsløsning kan omfatte både finansiell og operasjonell restruktureringsløsning. Finansiell restruktureringsløsning vil innebære å reforhandle lånevilkår og avdragsprofil med bankene. I en slik situasjon er det selvfølgelig også viktig å *conserve cash*. Dette innebærer eksempelvis å redusere eller skyve på investeringer.

Styret må vurdere om man skal involvere eksterne rådgivere, eksempelvis for å vurdere restruktureringsløsning, selskapets strategiske retning, salg eller andre tiltak.

Merk at likviditeten i konsernet ikke nødvendigvis trenger være dårlig selv om enkeltelskaper sliter.

Styrets aktivitetsplikt

I en situasjon hvor selskapet ikke klarer å betjene sine kreditorer, vil oppfølgingen av den daglige driften løftes fra administrasjonen til styret. Dette er fordi den daglige ledelse ikke kan omfatte saker som er av «stor betydning» for selskapet i henhold til aksjelovene.

Styret har altså en *aktivitetsplikt* når selskapet må gjennom en finansiell restruktureringsløsning. I praksis vil dette normalt omfatte betydelig flere styremøter og styremedlemmer (ofte styreformannen) i løpende dialog med långivere og aksjonærer. Da er det viktig å nedtegne aktivitet og drøftelser under styremøter i styrereferat, for eventuelt senere å kunne dokumentere styrets aktive oppfølging.



19. Se aksjelovene § 3-4 og 3-5 og PwCs Styreboken 2016

Mulige operasjonelle restruktureringstiltak

- Salg av aktiva som ikke er kjernevirksomhet
- Salg og leaseback av eiendeler for å frigjøre likviditet
- Nedbemanninger/sluttpakker
- Redusere investeringsplaner (som man ikke er forpliktet til)
- Utsette investeringer som selskapet allerede er kommittert til, og som ikke er kritiske
- Suspendere utbytter og program med tilbakekjøp aksjer
- Vurdere arbeidskapitalen og redusere denne

- Forhandle frem gunstigere betingelser fra kunder og leverandører, for eksempel for leie av driftsmidler
- Andre strategiske grep som salg eller sammenslåing (M&A) med andre selskaper

PwC har lang erfaring med å gjennomgå selskapets forretningsmodell og komme med forslag til tiltak.

Eksempel: Børselskap informerer om betalingsstans

In order to address the Company's long term financing structure and debt service, it has initiated discussions with its finance providers, being the banks, lease providers and certain bond holders. The finance providers are in active dialogue with the Company regarding its efforts to find a long term solution to the Company's financial position. While these discussions are ongoing, the Company has decided to halt all payments of interest and amortization to all of its finance providers. The finance providers have been informed of such payment halt.(...)

In anticipation of the successful outcome of the discussions with the finance providers, the Company will continue to operate normally in all other respects. The liquidity of the Company remains stable for the period to come in anticipation of an amended financing arrangement.

Børsmeldingen over er et utdrag fra Polarcus' melding 7. desember 2015. Hele meldingen er tilgjengelig her: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=390925>

Det er verdt å merke seg at selskapet ikke nødvendigvis er insolvent i lovens forstand selv om likviditeten er strupet og betalingsstans iverksettes. Dette fordi «skyldnerens eiendeler og inntekter til sammen antas å kunne gi full dekning for skyldnerens forpliktelser, selv om oppfyllelsen av forpliktelsene vil bli forsinket ved at dekning må søkes ved salg av eiendelene»²⁰

Iverksette stand-still avtale

I en slik situasjon vil det være nødvendig for selskapet å stabilisere situasjonen for å få arbeidsrom til å gjennomføre de nødvendige tiltak. Herunder forhandle med partene²¹ om en finansiell restrukturering, med mål om å få utsatt renter og avdrag. For å få et slikt pusterom, vil man be om en såkalt *stand-still* avtale med långiverne.

20. Ref § 61 i lov om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven).

21. Hvem partene er, kan være situasjonsbestemt. Men ofte er dette de finansielle kreditorene

Finansielle restruktureringstiltak kan være:

- Generelle lettelser i lånevilkårene
- Renter betales som PIK (payment-in-kind), det vil si kontanteffekten skyves ut i tid
- Avdrag utsettes
- Cash sweep, renter betales bare hvis det er nok kontantstrøm inn på konto
- Gjeldskonvertering, primært for lån som er usikret (mer om dette i kapittel 5)
- Obligasjonslån byttes i nye obligasjonslån med bedre betingelser (eksempelvis konvertible obligasjonslån – se kapittel 5)
- Obligasjonslån kjøpes opp til underkurs

En slik avtale innebærer at selskapet iverksetter en midlertidig betalingsstans og ber om at långiverne på tross av misligholdet ikke går til det skritt å kreve innløsning av lånet (det vil si *standstill*) mens selskapet arbeider med mulige løsninger. En slik stand-still avtale kan bli formalisert, men blir ofte akseptert stilltiende av långiverne. Normalt vil bankene imidlertid gi et «reservations of rights» brev til selskapet, hvor banken viser til at den har et krav som er misligholdt (det viser ofte til «Event of Default» eller lignende i låneavtalen), men at banken på det nåværende tidspunkt ikke vil følge opp konsekvensene av dette – konsekvensene ville gjerne vært tilbakebetaling av hele lånet.

Det er et svært dramatisk skritt å gå til betalingsstopp av sine finansielle kreditorer. På grunn av eventuelle kryssmisholdsklausuler vil ofte hele finansieringen være å betrakte som misligholdt.

Gi informasjon

Det kan i en slik situasjon være nødvendig å gå ut med informasjon til kreditorerne knyttet til selskapets økonomiske stilling, spesielt hvis man står i fare for å drive på kreditorenes regning (se eksempelvis teksts boks forrige side). Styret bør derfor nøye vurdere sine handlinger i samråd med selskapets juridiske rådgivere. Vi har nedenfor kommentert nærmere hvilke vurderinger selskapet kan og bør foreta i den forbindelse.

Utsatt offentliggjøring?

Proessen med bankene kan relativt enkelt håndteres konfidensielt. I utgangspunktet skal informasjon om slike

forhold – som normalt må betraktes å være innsideinformasjon – umiddelbart meldes til markedet for selskaper som er børsnotert. Selskapet har imidlertid en adgang til å holde prosessen konfidensiell ved å velge såkalt utsatt offentliggjøring, gitt at selskapet har legitime grunner til dette.

I så fall må børsen informeres under hånden om at det eksisterer innsideinformasjon, men at selskapet velger utsatt offentliggjøring og innsidelister føres.²²

Det er mer komplisert med obligasjonseierne. Selskapet vet ikke hvem disse obligasjonseierne er, og all kommunikasjon må gå gjennom NT. I den grad selskapet ønsker å holde de innledende diskusjonene med långiverne hemmelig, vil det ikke være mulig å orientere alle obligasjonseierne gjennom NT da dette isåfall blir en svært offentlig prosess. Løsningen er normalt at selskapet gir meglerhuset – som i sin tid plasserte obligasjonslånet – mandat til å hjelpe med restruktureringen, herunder å følge opp med obligasjonseierne. Dette meglerhuset har god oversikt over hvem som er obligasjonseierne, fra plasseringen i sin tid og ved å ha vært megleren i de transaksjonene som har skjedd i annenhåndsmarkedet i tiden etter den opprinnelige plasseringen. Meglerhuset vil kontakte de største obligasjonseierne – på konfidensiell basis hvis prosessen skal holdes hemmelig – for å undersøke om disse vil gå med på løsningene²³. Det er viktig å få avklart om man kan regne med at minst 2/3 av obligasjonseierne til slutt vil stemme for en løsning.

22. Reglene om innsideinformasjon og utsatt offentliggjøring nevner konkret slike situasjoner med finansielle problemer – se vphl § 5-3, andre ledd.

23. Disse obligasjonseierne vil da bli spurt om de er villige til å motta innsideinformasjon, isåfall vil de ikke kunne handle obligasjonene før innsideinformasjonen senere er blitt utlignet i markedet med en børsmelding.

Først når selskapet har kommet frem til en løsning som bankene og de største obligasjonseierne aksepterer, vil normalt selskapet gå ut med børs melding hvor restruktureringsforslaget presenteres²⁴.

Mens bankene da i realiteten har akseptert løsningen, må det uansett innkalles til obligasjonseiermøter slik at også obligasjonseierne formelt aksepterer løsningen – normalt med 2/3 flertall. Det er ikke gitt at aksjonærene berøres i denne prosessen, og det vil isåfall heller ikke være nødvendig å kalle inn til en generalforsamling.

I andre situasjoner ser styret det som mer formålstjenlig å være åpen om problemene, og det meldes tidlig i prosessen til aksjemarkedet at man er i dialog med banker og långivere. I så fall kan det legges ut melding om dette tidlig i prosessen, slik som med Polarcus' børs melding gjengitt i tekstboksen på siden 19.

Hvor offentlig selskapet skal være om slike prosesser må vurderes i hver enkelt situasjon. Vi ønsker her kun å peke på at lovverket åpner opp for å bruke konfidensielle prosesser gitt at selskapet har legitime grunner for utsatt offentliggjøring og betinget av at det ikke lekker innsideinformasjon fra prosessen. Skulle det begynne å lekke sensitiv informasjon fra prosessen, vil det normalt være nødvendig å gå ut med informasjon om det som foregår.

4.3 Bankenes vurderinger – ønsker i utgangspunktet ikke overta

At selskapet går til betalingsstans er selvsagt også svært alvorlig for bankene. Et eget team hos hver bank vil normalt overta oppfølgingen av engasjementet, som nå står i fare for å gå med tap. Er det flere banker som er involvert, vil disse gjerne samles i en felles styringsgruppe som blir ledet av banken med den største eksponeringen (det vil si det største lånet og/eller tapspotensialet). Styringsgruppen vil følge opp bankenes felles interesser²⁵. Selv om styringsgruppen ofte omfatter både banker med lån som er sikret og usikret, vil normalt bankene ha

sammenfallende interesser i ikke å kreve umiddelbar tilbakebetaling av lånene/ tiltredelse av sikkerhet.

I slike situasjoner kan bankene ha interesse av at et revisorselskap – et annet enn selskapets valgte revisor – går gjennom selskapets finansielle status slik at fakta blir brakt på det rene. Såfremt det er klart at selskapet har en verdi som going concern som er høyere enn likvidasjonsverdien, vil bankene normalt ha interesse i å hjelpe selskapet videre. Å overta datterselskaper som er selvstående/har positiv kontantstrøm kan være interessant for banken, men bankene kan ikke uten videre tiltre pantet der morselskapet eksempelvis har mulighet til å reforhandle eller overta forpliktelsene. Bankene har normalt heller ikke nødvendig kompetanse til å drive virksomheten videre.

Selv om noen lån er sikret med pant, vil det være tidkrevende å realisere denne sikkerheten. Banken vil gjerne beholde et godt omdømme i lånemarkedet og det kan være uheldig å bli forbundet med konkurs, gjeldsforhandlinger eller omdanninger.

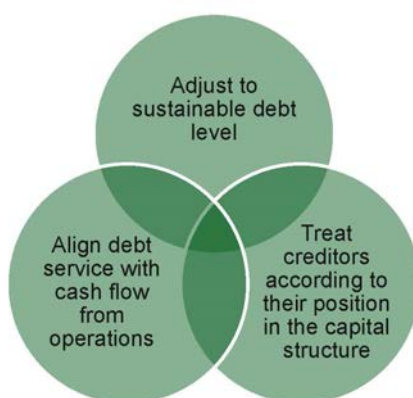
Hvilke kreditorer skal eventuelt prioriteres?

Ideelt sett bør selskapet ha tilstrekkelig operasjonell kontantstrøm til å dekke de ordinære kreditorene løpende, mens selskapet forhandler med de finansielle kreditorene. Det er nemlig de finansielle kreditorene (banker, obligasjonseiere) som normalt blir nøkkelen til en langsiktig restruktureringsprosess.

Selskapet kommer imidlertid gjerne i en situasjon hvor alle fasiliteter er trukket opp, og man må prioritere hvilke ordinære kreditorer som skal betales i den løpende driften. Vi har her diskutert nærmere hvilke kreditorer som eventuelt må prioriteres, hvis dette blir nødvendig:

blogg.pwc.no/skattebloggen/naar-det-ser-morkt-ut-del-3-drift-paa-kreditors-regning

Structural considerations



- Governing principle is to allow Polarcus to maintain a going concern in order to preserve values in the current market
- Operational cash flow less capex and G&A can not sustain the current interest and amortization profile in current markets
- Current capital structure is unsustainable and current capital markets don't allow for refinancing
- This proposal will provide adequate liquidity headroom securing the Company's low cost position in the current market

Figuren over – fra Polarcus' restruktureringsprosess januar 2016 – oppsummerer godt de prinsippene som må legges til grunn i en restruktureringsprosess.

24. Se eksempelvis følgende børs melding hvor selskapet har fremforhandlet et løsningsforslag (konfidensielt) for det ble lagt ut som børs melding: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392536>

25. En slik styringsgruppe vil normalt ikke omfatte obligasjonseierne, da bankene og obligasjonseierne ikke har helt sammenfallende interesser. Normalt vil leasingseiere som har direkte kontroll over leasing-eiendelene heller ikke være del av styringsgruppen.



Risk/reward avkastning

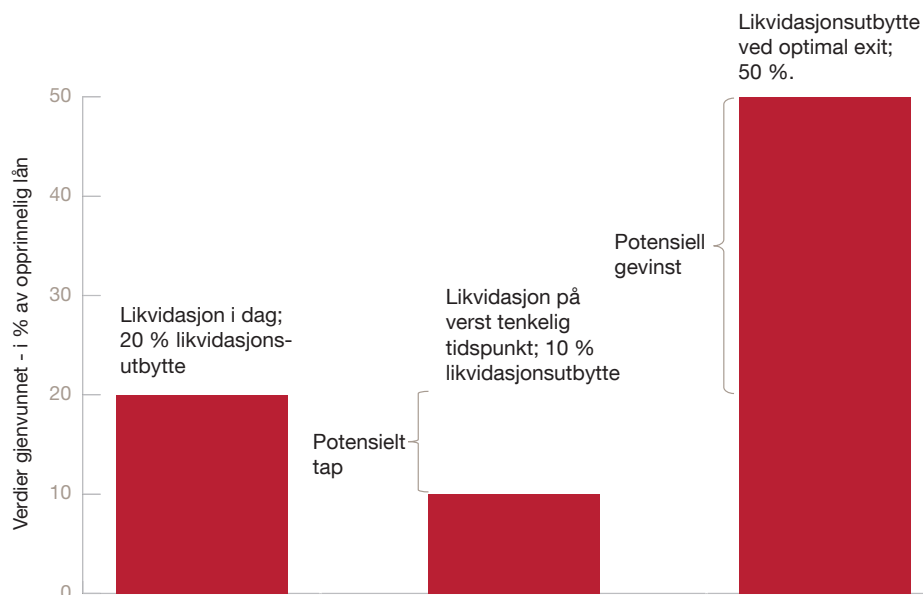
Långiverne må vurdere om det er verdt å berge selskapet. En mulig oppside på lang sikt må vurderes mot at selskapet likvideres i dag, eventuelt på et senere tidspunkt hvor långiverne underveis har bidratt med lempelser eller endog ytterligere finansiering. Slike vurderinger kan gjøres ut fra tradisjonelle neddiskonteringsmodeller av fremtidige kontantstrømmer. En annen, mer intuitiv måte å vurdere hvilken avkastning en suksessfull restrukturering kan gi er risk/reward forholdet.

En ulempe med å gi selskapet et lengre tidsrom til å komme på beina igjen, er at det kan bli nødvendig for långiverne å gi ytterligere driftskreditt. Dette øker långivernes tapspotensial i en situasjon hvor långiverne tvert imot ønsker å redusere eksponeringen. Videre vil det å gi selskapet mer tid øke risikoen for at finansielle investorer - gribbefond - kjøper opp lån eller obligasjoner, for deretter å kreve mer eller mindre full innløsning.

Ingen av de finansielle långiverne (banker/obligasjonseiere) vil ønske å ettergi deler av sine lån uten noen motytelse. Ofte kan løsningen være å konvertere noe av den usikrede gjelden til aksjekapital (dette dekkes i neste kap 5). I situasjoner hvor bankenes sikkerhet har falt i verdi og ikke lenger dekker akkumulert gjeld, prøver gjerne banker og/eller andre långivere å få ny sikkerhet for opprinnelig eller senere optrukket gjeld. Slike sikkerhetsstillelser (utover hva som ble avtalt opprinnelig av sikkerhet) vil sjelden stå seg i en etterfølgende konkurs.

Basert på analysene må långiverne se om det er verdt å berge selskapet, det vil si om selskapets verdi som going concern er større enn likvidasjonsverdien. Skal selskapet berges, må imidlertid gjerne også ny finansiering stilles til rådighet for selskapet (slik finansiering kan bankene avtale seg imellom skal få sikkerhet før annen, eksisterende sikkerhet). Figuren under viser den risk/reward som långiverne må vurdere.

Risk/reward – et eksempel



I eksempelet over vil bankene risikere $20\% - 10\% = 10\%$ av verdiene, mot en potensiell oppside på $50\% - 20\% = 30\%$ av de opprinnelige verdiene. Det vil si en risk/reward avkastning på 3 til 1. Dette må også sees i lys av tidsrommet hvor disse verdiene kan realiseres. Jo lengre frem i tid, jo mer usikkert.

Bankene kan her styrke sin forhandlingsposisjon i forhold til de (usikrede) obligasjonseiere og aksjonærer ved å utvikle alternative planer for å realisere pantet/sikkerheten. I den grad dette fremstår som realistisk, vil dette gjøre at bankene stiller sterkere i forhandlingene.

4.4 Obligasjonseierne og NT

Obligasjonseierne er i en noe annen situasjon enn bankene. Obligasjonseierne ønsker ikke et langvarig forhold til selskapet (selskapet vet gjerne ikke hvem disse investorene er), obligasjonseierne har en annen og normalt høyere risikoprofil og obligasjonene kan selges unna i annenhåndsmarkedet (noe som også skaper ekstra utfordringer med hensyn til å håndtere innsideinformasjon). Noen obligasjonseiere har vært med siden obligasjonslånet ble utstedt, andre har kjøpt seg inn i etterkant og har en lavere anskaffelseskostnad og spekulerer i en oppside (kjøper *distressed debt*²⁶). Noen obligasjonslån har sikkerhet, andre ikke.

26. Såkalte *vulture funds* kjøper gjeld til rabatterte pris i annenhåndsmarkedet, og oppnår enten kontroll over selskapet eller på annen måte forhandler frem en uforholdsmessig stor gevinst på investeringen.

Normalt vil obligasjonseierne for hvert lån samle seg i mer eller mindre formelle ad-hoc komiteer.

I en gjeldsforhandlingsituasjon²⁷ – hvor det gjerne presenteres løsningsforslag fra selskapets/meglerhusets side til obligasjonseierne – vil det kunne bli nødvendig for hvert obligasjonslån/komiteé å få ekstern hjelp av finansielle rådgivere til å regne på forslagene.

De sikrede obligasjonseierne følger gjerne den løsningen bankene går for, mens obligasjonseierne i usikrede obligasjonslån vil stå adskilt i forhold til bankene/de sikrede obligasjonslånene, siden disse står mye svakere stilt. De senere år har obligasjonseierne for øvrig blitt mer sofistikerte, og spesielt de usikrede obligasjonseierne vil ikke nødvendigvis gå med på ethvert nytt forslag som presenteres, men være med i dialogen med selskapet fra første dag.

Det vil også være en fordel for *selskapet* at långiverne – eventuelt hver gruppe av långivere/obligasjonseiere – bistås av finansielle rådgivere, da disse rådgiverne vil fungere som et filter mellom ledelsen/CFO og långiverne og således håndtere mye av pågangen på selskapet. CFO/ledelsen må tross alt følge opp både drift og restrukturering. En annen fordel med finansielle rådgivere er at disse kan om ønskelig holde tilbake innsideinformasjon fra prosessen, da obligasjonseierne gjerne ikke ønsker å bli låst inne (ikke kan handle) med innsideinformasjon, ettersom obligasjonene kan omsettes på annenhåndsmarkedet.

4.5 Aksjonærenes vurderinger

Bankene vil normalt kreve at aksjonærene skyter inn friske penger. Aksjonærene må på sin side vurdere om dette er formålstjenlig, eller om dette vil være «å kaste gode penger etter dårlige». I den grad aksjonærene tror problemene til selskapet er midlertidige, vil det kunne være fornuftig å skyte inn midler. I motsatt fall er alt tapt og aksjonærene må vurdere hva som er verst - risikere ytterligere tap med håp om bedre tider eller å ta tapet.

Hensikten med å skyte inn midler vil være å kjøpe selskapet og aksjonærene noe tid, frem til rammevilkårene for selskapet forhåpentlig har bedret seg. Aksjonærene bør i så fall – som minimum - kreve av långiverne at låneavdrag/renter utsettes til etter det tidspunkt hvor man forventer at rammevilkårene er forbedret, slik at selskapet da kan refinansieres (ut ifra styrke og ikke svakhet).

4.6 Forhold som gjør finansiell restrukturering vanskeligere

Hvis det er bare en bank eller et syndikat av banker, vil det normalt være lettere å forhandle frem en restrukturering²⁸. Med færre parter er prosessen enklere å håndtere og det vil være færre kryssende interesser. Prosessen kan derfor også i større grad holdes konfidensiell.

Er også obligasjonslån involvert, vil dette innebære flere aktører med divergerende interesser. Obligasjonslån er også gjerne notert og handles på et annenhåndsmarked, noe som skaper problemer for håndtering av innsideinformasjon. En prosess som involverer obligasjonslån blir således i større grad offentlig.

En uoversiktlig kapitalstruktur gjør prosessen selvsagt også mer komplisert. Under har vi nevnt to varianter av kapitalstrukturer.

Noen ganger er banklån gitt direkte til datterselskaper med sikkerhet i verdiene i datter, fordi det gir best sikkerhet for bankene å ha sikkerhet tett på driftsmidler og kontantstrøm. Obligasjonslån er gjerne gitt til morselskapet (utsteder) som toppfinansiering. Lånet har da normalt ikke samme sikkerhet da det ikke er så tett på verdiene (som ligger nede i det operasjonelle datterselskapet), og fordi kontantstrømmen til å betjene obligasjonslånet må hentes etter at først banklånet er betjent.

Lånebetingelser med carve-out

I noen tilfeller gir sentrale vilkår i låneavtalen eksplisitte unntak («carve-outs») fra den avtalte begrensningen i lånevilkåret. Det vil si at selskapet har adgang til å gå utover begrensningen i vilkåret. Eksempelvis kan lånevilkåret sette grenser for maksimal gjeldsgrad i selskapet, men at det er gitt visse unntak (carve-outs). Hensikten med slike carve-outs er å gi selskapet mer fleksibilitet i gitte situasjoner. Men disse kan også brukes – noen vil si misbrukes – i restruktureringssituasjoner.

Slike unntak fra lånevilkåret kan svekke verdien av lånevilkåret for obligasjonseieren i betydelig grad. Det kan komme som en stor og negativ overraskelse for eksisterende långivere at selskapet gjennom carve-outs legger inn ny gjeld – med bedre sikkerhet – foran eksisterende lån. Se side 25 for nærmere beskrivelse av hvordan selskapet kan bruke dette i finansiell restrukturering.

27. I kapittel 4 har vi drøftet hvordan selskapet kommer i dialog med obligasjonseierne.

28. Hvis selskapet har et syndikert lån, kan selskapet risikere at en mindre bank (med liten eksponering) setter seg på bakbeina og ønsker en forholdsmessig større del av verdiene, siden en løsning med bankene normalt krever enstemmighet. Dette såkalte hold out problemet løses noen ganger ved at de andre bankene kjøper ut den mindre banken. Se også tekstboks neste side.

Obligasjonslånet vil således være strukturelt subordinert banklånet. I en slik situasjon vil gjerne den operasjonelle kontantstrømmen dekke banklånet i stor grad, og banken vil være godt sikret med kontantstrøm og/eller verdien i datterselskapet (pant). Bankene vil derfor i mindre grad måtte gi lettelser i en restrukturering. Et usikret obligasjonslån gitt til holdingselskapet vil derimot være mer eksponert, og disse långiverne må eventuelt akseptere at lånet (hele eller deler) konverteres til aksjer. Dette er i bunn og grunn bare en konsekvens av at banklånene har bedre sikkerhet.

Svært ofte er imidlertid lånestrukturen betydelig mer sofistikert og bygget opp med morselskapet som låntaker og med en konsernkonto-ordning hvor alle selskapene som deltar i konsernkonto-ordningen stiller sikkerhet/kryssikkerheter. For banken blir sikkerheten den samme, men banken vurderer da konsernet samlet som en bedre låntaker og man unngår kredittvurderinger i hvert enkelt datterselskap. I en restruktureringssituasjon med flere banker blir fort denne strukturen uoversiktlig.

Hold-out problemet

I amerikanske obligasjonsavtaler (*kalt indentures*) er det gjerne avtalt at det er nødvendig med 90 % flertall for å binde minoriteten, beregnet av hovedstolen. Denne høye terskelen gjør det ofte svært vanskelig å få obligasjonseierne med på en finansiell restrukturering. Dette åpner også for at såkalte gribbefond vil kunne anse dette som en forretningsmulighet; fondene kjøper opp en blokkerende posisjon i et obligasjonslån til gjerne bare 20-30 % av pålydende. For deretter kreve å bli kjøpt ut til en pris opp mot 100 % av pålydende. Fondet er altså *holding out* for en bedre løsning.

Kompliserende faktorer vil også være hvis obligasjonslånene er basert på en annen dokumentasjon enn NTs standard dokumentasjon, om lånene har en annen jurisdiksjon enn den norske, eller obligasjonene er kjøpt opp av fond som spekulerer i distressed bonds og som vil fremstå som svært profesjonelle og ofte mer aggressive.

4.7 Buy back og exchange offer

Under har vi kort diskutert to andre måter selskapet kan redusere sin gjeld på, ved tilbakekjøp av obligasjonslån – buy back – eller ved å lansere et såkalt exchange offer.

Buy back – tilbakekjøp av obligasjoner med kontanter

I en situasjon hvor selskapet er i store finansielle problemer vil obligasjoner som er notert på annenhåndsmarkedet handles til betydelig lavere kurs enn pålydende, dette reflekterer konkursrisikoen. Det vil fortone seg fristende for selskapet å kjøpe tilbake obligasjonslånet til underkurs. Dette kan være spesielt relevant for lån som forfaller innen kort tid, og hvor selskapet har spart opp en del med midler (men ikke tilstrekkelig) til å innløse lånet i henhold til sine forpliktelser. Ved i stedet å kjøpe tilbake lånet til noe over obligasjonskursen i annenhåndsmarkedet, vil selskapet kvitte seg med en låneforpliktelse til rabattert pris, mens obligasjonseierne får kjøpt ut obligasjonene til noe over markedskurs.²⁹ Et problem her vil være hvis forfall på andre lån kommer i etterkant. Disse långiverne står da i fare for ikke å få oppgjør siden tilgjengelig likviditet er brukt på lån som forfaller tidligere og som er kjøpt ut. Dette er noe av bakgrunnen til kryssmisligholdsklausuler som forklart innledningsvis på side 15; alle långiverne ønsker å komme til forhandlingsbordet samtidig.

Slike tilbakekjøpstilbud betinges selvsagt av at selskapet fortsatt har tilstrekkelig likviditet slik at dette er en realistisk mulighet. Ofte vil dette ikke være tilfelle. Slike tilbakekjøp kan gjøres selv om lånet ikke er callable.

Om selskapet arbeider med en restrukturering eller gjeldskonvertering, er det selvsagt interessant for selskapet å merke seg hva obligasjonene handles for. Dette kan indikere hvilket nivå obligasjonseierne vil kunne akseptere i en restrukturering.

Exchange offer – bytte av obligasjonene i andre verdipapirer

En tilbud om *exchange offer* til obligasjonseierne er et tilbud om å bytte obligasjonene inn i andre verdipapirer, dette kan feks være nye obligasjoner i et nytt obligasjonslån eller aksjer i selskapet. Dette betinges av at det er et tilbud som fremstår som attraktivt for obligasjonseierne, ettersom hver enkelt av obligasjonseierne frivillig må akseptere tilbudet. Slike exchange offers gjøres dermed normalt som en del av en refinansiering – utifra selskapets styrke – og er vanskeligere å få til når selskapet har belånt alle eiendeler.³⁰

Et exchange offer hvor obligasjonene byttes mot aksjer vil tilsi at selskapet blir kvitt en større gjeldsforpliktelse, mot å få mer egenkapital. Dette vil selvsagt også innebære en viss utvanning av eksisterende aksjonærer. For at tilbudet skal fremstå som fristende for obligasjonseierne, må nok utsiktene til selskapet i fortone seg som lovende – slik at obligasjonseierne ser en oppside med byttet.

29. Se eksempelvis denne børsmeldingen om tilbakekjøp: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=391881>

30. Se for eksempel: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=337341>

Analyse av obligasjonslån og håndtering av problemområder i forkant av en restrukturering

I forkant av en finansiell restrukturering bør selskapet også se an hvilke obligasjonslån som kan være spesielt utfordrende å håndtere i en restrukturering. Obligasjonene (gitt at de er notert) handles ofte på kurser betydelig lavere enn pålydende når selskapet er i finansielle problemer. Såfremt man har likvider eller trekkfasiliteter tilgjengelig, kan selskapet vurdere å kjøpe tilbake obligasjonslån hvor det er særlige utfordringer. Dette er for å rydde vekk konkrete hindringer i forkant av restruktureringen. Følgende kan vurderes i forkant av restrukturering:

1 Kjøpe tilbake obligasjonslån som har en annen jurisdiksjon/annen tillitsmann enn resten av obligasjonslånene. Det er nemlig en fordel å ha alle obligasjonslån på samme jurisdiksjon når man skal forhandle med obligasjonseierne, spesielt hvis et obligasjonslån har en høyere terskel for obligasjonseierens aksept enn de andre obligasjonslånene (norske lån har typisk krav om 2/3 flertall, i utenlandske obligasjonslån må gjerne opp mot 90 % stemme for løsning).

2 Kjøpe tilbake et obligasjonslån som har lånevilkår som er mer begrensende enn andre obligasjonslån. Lånevilkår som enten vil stenge for en forhandlet løsning direkte, eller som vil kunne skape problemer for gjeldsbetjeningen (compliance med nye lånevilkår) etter restrukturering.

3 I enkelte obligasjonslån er det mulighet for såkalt carve-outs i de eksisterende lånevilkårene. (Se forklaring på carve-out side 23). Dette innebærer at selskapet har mulighet til å hente mer finansiering med høyere sikkerhet foran eksisterende obligasjonslån, fordi lånevilkårene i eksisterende obligasjonslån åpner opp for dette. Eksisterende obligasjonseiere får således indirekte en lavere prioritet. Ny finansiering kan brukes til å kjøpe ut problematiske obligasjonslån (se punkt 1 og 2 over), eventuelt bidra til å betale noe for gamle obligasjonslån såfremt disse obligasjonseierne aksepterer å bytte disse obligasjonslån (exchange offer) i nye lån med forlenget løpetid/høyere rente etc. Ulempen med å legge inn nytt lån på toppen med bedre sikkerhet (hvis det i det hele tatt er adgang til dette), er at nye lån kan komplisere en senere, ny restrukturering. Og spesielt hvis de opprinnelige obligasjonslånene i utgangspunktet var på samme nivå i kapitalstrukturen, vil et nytt obligasjonslån gitt med bedre sikkerhet kunne skape

problemer i en påfølgende, ny restrukturering. Disse nye långiverne vil nemlig ha relativt god sikkerhet og ikke i samme grad ønske å bidra til en ny løsning.

Bruk av *carve-outs* som beskrevet over, vil også skape mistillit og sinne blant de långiverne som blir skjøvet nedover i prioriteringen/sikkerheten, noe som ikke er bra med tanke på forhandlingsmiljøet.

4 Selskapet kan som nevnt tidligere vurdere å kjøpe tilbake også *deler* av obligasjonslån (til under nominell verdi). Dette vil redusere lånebyrden. De obligasjonene som kontrolleres av selskapet vil selskapet ikke kunne stemme for i et obligasjonseiermøte.

I enkelte tilfeller har selskapet i neste omgang solgt disse obligasjonene til selskapets hovedaksjonær. Denne transaksjonen gjør at man (aksjonæren) likevel kan stemme for disse obligasjonene, noe som gjerne har vært hensikten med salget fordi selskapet da søker å få flertall for en gitt restruktureringsløsning. I en slik situasjon vil de eksterne obligasjonseierne i realiteten bli utvannet sett i forhold til stemmerettsandel, siden obligasjoner som var nullet ut (stemmerettslig) på selskapets hånd igjen får stemmerett.

I noen tilfeller får også kjøperen en amerikansk put opsjon på kjøpet, noe som gjør at han kan selge obligasjonslånet tilbake til selskapet når det eventuelt passer ham. En slik transaksjon – salg av obligasjoner inkludert en opsjon til å reversere transaksjonen for kjøper – kan fremstå som noe oppkonstruert. Det er også betenkelig at put opsjonen vil kunne medføre at selskapet risikerer å måtte ta tilbake obligasjonene igjen mot betaling, i en situasjon hvor selskapet er presset finansielt.

I avsnitt 4.7 er såkalte *buy backs* og *exchange offers* også beskrevet, hvor hensikten mer er å redusere gjelden eller skyve på nedbetalingsprofilen i selve restruktureringen.

Likebehandling

Uansett hvilke transaksjoner selskapet vurderer å gjøre, er det viktig at selskapet tar hensyn til prinsippet om likebehandling av investorene. Men dette er ikke avgjørende i frivillige løsninger hvor det er avtale frihet.

5

Egenkapitalen tapt og EV lavere enn gjeld – gjeldskonvertering

5.1 Gjeldskonvertering blir aktuelt

I en situasjon hvor selskapet er insolvent, det vil si egenkapitalen (verdijustert) er tapt og selskapets gjeld er høyere enn selskapets totale verdi (EV³¹), vil selskapet i realiteten drives på kreditors regning. Rettslig sett defineres insolvens som at selskapet ikke klarer oppfylle sine løpende forpliktelser etter hvert som de forfaller, og dette ikke er en forbigående situasjon, samt at eiendeler og inntekter tilsammen ikke antas å kunne gi full dekning for skyldnerens forpliktelser³².

I denne situasjonen forutsetter vi fremdeles at selskapet har en høyere verdi som going concern enn ved likvidasjon. (Dette er illustrert i figur neste side, se PGS 2003). Når gjelden er høyere enn EV må gjelden saneres, og det er da nærliggende å vurdere en konvertering av gjelden til ny egenkapital. Som vi vil se nedenfor, har en slik konvertering mange fordeler og ulemper, men er ingen mirakelløsning siden de forskjellige stakeholderne vil ha ganske motstridende interesser ved en slik konvertering.

Aksjene har markedsverdi selv om obligasjonene handles til konkurspris

Vi ser jevnlig at selskapets aksjer prises til en liten, men likevel positiv verdi på børsen. Dette på tross av at obligasjonene handles til for eksempel bare 20-30 % av pålydende, noe som indikerer at obligasjonsmarkedet priser selskapet som en konkurskandidat. Det er åpenbart at i mange av disse tilfellene er egenkapitalen tapt, og EV kan endog være lavere enn selskapets totale gjeld.

Det som aksjeverdien gjenspeiler i slike situasjoner, er oftest en opsjonsverdi. Aksjemarkedet spekulerer i at verdiene vil ta seg opp eller løsninger finnes, noe som i så fall vil innebære en oppside. Selv om sannsynligheten for dette ofte er liten.

31. Enterprise value – selskapets verdi på gjeldsfri basis – er nærmere diskutert i kap 1.

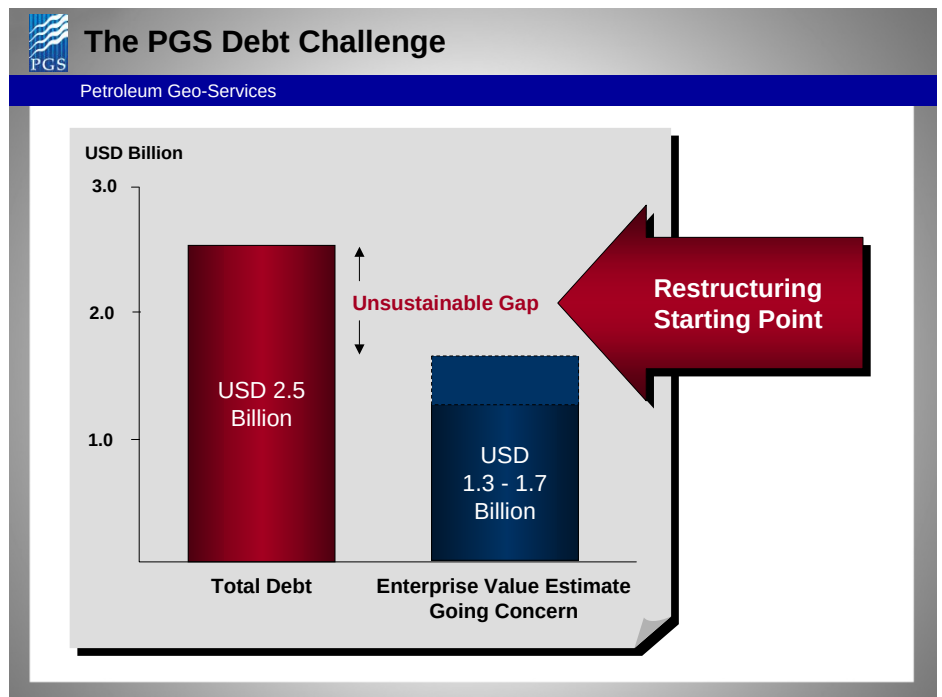
32. Insolvens er definert i lov om gjeldsforhandling og konkurs som at skyldneren har problemer med å innfri sine økonomiske forpliktelser etter hvert som de forfaller (illikviditet) og vedkommende er i økonomisk underbalanse (insuffisiens). Illikviditet er inntreffer når skylderen ikke er i stand til å betale sine forpliktelser ved forfall. Insuffisiens er når skylderens eiendeler og inntekter ikke er tilstrekkelig til å dekke pådratt gjeld.



Figuren til høyre – fra PGS i 2003 – viser behovet selskapet hadde for å sanere gjeld og konvertere til ny egenkapital når total gjeld var vesentlig høyere enn estimert EV.

5.2 Styrets vurderinger – ivareta kreditorenes interesser men drive på kreditors regning?

Styret må i en slik situasjon prioritere kreditors interesser, og styret må skifte fokus. Når egenkapitalen er tapt og selskapet ikke klarer å betjene forpliktelsene ved forfall har aksjonærene tapt sitt. Hensynet til kreditorene veier i en slik situasjon tyngre enn hensyn til aksjonærer og ivaretagelse av selskapsinteressen. Forsømmelse av handleplikten kan føre til økonomisk og strafferettslig ansvar³³ for det enkelte styremedlem. Handleplikten må derfor tas på alvor, og styret må se om det vil gavne kreditorenes interesser å opprettholde driften og restrukturere selskapet basert på en antagelse om at verdien ved fortsatt drift er større enn likvidasjonsverdien.



Figuren over er hentet fra PGS' presentasjon av gjeldsrestrukturering/konvertering i 2003. Gjelden ble halvert fra 2,5 mrd USD til ca 1,2 mrd USD. I en slik situasjon vil normalt alle stakeholderne måtte gi noe, mens de gamle aksjonærene nærmest blir vannet helt ut. Her ser vi også hvor sentralt begrepet EV står i en finansiell restrukturering.

33. Se straffelovens § 284 og 285, samt aksjelovens § 17-1.

Nedskriving

En restrukturering gjør det normalt også nødvendig å skrive ned driftsmidlene, da kontantstrømmene ikke lenger kan forsvare tidligere bokførte verdier.

Merk at nedskrivingsvurderingene i prinsippet er en vurdering uavhengig av om selskapet er et «going concern», som vil være en egen, selvstendig vurdering. Er imidlertid kontantstrømmene betydelig svekket og selskapet ikke har fått skjøvet på avdragsprofilen utover 12 måneder, vil også going concern melde seg som et problem for selskapet. Dette dekkes mer i detalj i kapittel om «Likvidasjon».

Hvis selskapet skriver ned verdiene slik at den bokførte aksjekapitalen er tapt, mens den verdijusterte egenkapitalen er i behold, vil aksjekapitalen fortsatt stå i balansen dog slik at det fremførbare underskuddet gjerne er større enn aksjekapitalen. I følge balansen vil egenkapitalen derfor i sum være tapt.

Merk også at det ikke er adgang til å emittere nye aksjer til underkurs, slik at aksjekapitalen (pålydende) av den grunn eventuelt må skrives ned hvis det gjøres emisjoner eller tingsinnskudd.

Er også den verdijusterte egenkapitalen utradert, vil det imidlertid være nødvendig å skyte inn ny egenkapital eller gjeld konverteres til egenkapital slik som beskrevet i kap 5.

Kan selskapet drive på kreditors regning?

Når selskapet er ute av stand til å dekke sine løpende forpliktelser, driver selskapet på kreditorenes regning. Dette kan være både ansvarsbetingende og straffbart for styrets ledelse dersom selskapet senere blir underlagt konkursbehandling eller tvangsavvikling.

Dersom styret vurderer sannsynligheten for å få snudd selskapet som større enn fortsatt tap, kan imidlertid drift på kreditorenes regning i et kortsiktig perspektiv forsvares. Forutsetningen for videre drift kan være restrukturering eller gjeldsanering, konjunkturedringer eller markedstilpasninger. Dette må imidlertid være forhold som mer eller mindre må ligge innenfor styrets kontroll.

Styret må foreta en løpende vurdering og justere kursen raskt dersom forutsetningene endrer seg. Styret har ansvar i denne fasen for å påse at risiko for ytterligere tap reduseres. I denne fasen er likebehandling av kreditorene av stor betydning for å unngå ansvar for styret.

Gi informasjon?

I denne fasen bør styret vurdere hvorvidt det vil være riktig og nødvendig å gi informasjon til sine kreditorer om selskapets økonomiske situasjon – hvis dette ikke er gjort tidligere. Som nevnt i kapittel 4 (side 20) vil saklig og relevant informasjon om at man har informert sine finansielle kreditorer om en betalingsstans og fått aksept for dette fra kreditorene for en periode, og at virksomheten ellers fortsetter som normalt (i forhold til å betale ordinære leverandører), kunne gi selskapet nødvendig arbeidsro. Dette vil uansett være et farlig farvann for selskapet hvor styret lett kan trå feil, og det vil derfor være spesielt viktig å involvere juridiske rådgivere i en slik situasjon.

Gjeldskonvertering gir ny soliditet

En stor fordel med en gjeldskonvertering er selvsagt at kapitalstrukturen vil bli forbedret. «Over natten» vil selskapet få en nødvendig soliditet, ved at store deler av gjelden blir konvertert til egenkapital. Ved at gjelden konverteres bedres også likviditetssituasjonen og finanskostnadene reduseres ved at det ikke lenger skal betale like mye renter. Dette vil også reparere tillitsforholdet til kunder og leverandører slik at det blir “business as usual”.

For styrets medlemmer er dette også en fordel da selskapet har fått den nødvendige egenkapitalen som kreves i aksjeloene. Likevel må styret uansett og til enhver tid vurdere om selskapet har en forsvarlig egenkapital og likviditet.

En ulempe er selvsagt at de tidligere aksjonærene i stor grad blir utvannet og taper sitt, men normalt er det ingen vei utenom.

Det er imidlertid verdt å merke seg at en gjeldskonvertering ikke er den endelige løsningen hvis alt annet feiler, men at en slik løsning må stå fullt og helt på egne ben. En slik løsning må også kombineres med en operasjonell restrukturering, slik at den finansielle restruktureringen ikke bare behandler symptomene.

5.3 Bankenes vurderinger – har nå i realiteten kontroll

Når selskapets totale gjeld er større enn selskapets beregnede EV på permanent basis, er som nevnt egenkapitalen tapt. I realiteten er det da bankene som gjennom sikkerheten de har for engasjementet kan instruere selskapsledelsen. Slik sett vil det det være naturlig å formalisere den de-facto kontroll bankene har over selskapet med en konvertering av gjeld til ny egenkapital. Imidlertid ønsker ikke bankene uten videre å overta. Bankene har ikke den kompetanse som vil være nødvendig for å drive selskapene. Nulles eksisterende aksjonærer ut, vil det også være ledende aksjonærer med viktig kompetanse som ikke blir med videre. Bankene vil derfor normalt heller ønske å gi selskapet mer tid.

Realisering av sikkerheten vil også være utfordrende, markedsverdien av pantet er gjerne redusert i verdi.

En eventuell konvertering av bankgjeld til egenkapital vil også innebære at det kontraktsmessige kravet banken har på tilbakebetaling blir byttet ut med en tvilsom dividenderettighet og aksjer med høyst usikkert potensiale. Må selskapet om et par år gjennom en ny runde med restruktureringer/gjeldskonvertering, vil långiverne som har fått gjeld konvertert til aksjer stille sist i køen.

Før bankene eventuelt går inn på en gjeldskonvertering, vil de vurdere risk/reward slik det fremgår av risk/reward figuren på side 22. En viktig vurdering i den sammenheng er også hvilken exit bankene ser for seg for aksjene på lengre sikt. I den grad selskapet fortsatt kan være børsnotert, vil annenhåndsmarkedet etterhvert gjøre det lettere å gjennomføre et nedsalg. Aksjemarkedet vil imidlertid være klar over dette forholdet, slik at en slik fremtidig exit kan være noe tyngende for aksjekursen fremover. Gitt at bankene blir aksjonærer, vil bankens engasjement få en helt annen karakter og langsiktighet enn hva låneengasjementet var i utgangspunktet.

Gitt at bankene vil støtte selskapet videre, vil en gjeldskonvertering (eller ei) fort fortone seg som kun et akademisk problem fordi långiverne i realiteten har kontroll med selskapet.

Videre ønsker bankene ikke skyte inn nye penger (det vil si øke låneengasjementet), men bankene er likevel gjerne de aktørene som gjerne må inn med friske penger. Dette fordi bankene har tilgang til kapital (gjerne i motsetning til andre stakeholders) og må eventuelt tilføre noe kortsiktig finansiering for å holde selskapet intakt og flytende, for å sikre bankenes egne interesser på sikt. Finansiering bankene eventuelt skyter inn, vil dog gjøre at usikrede obligasjonseiere og aksjonærer blir *free riders*, siden dette også øker verdiene for obligasjonseierne. Bankene ønsker således ikke bidra med noe uten motytelser fra de långiverne som har mindre/ingen sikkerhet.

Normalt har bankene imidlertid gode kort på hånden, siden disse har sikkerhet i pant – dog kan det stilles spørsmålsteget med verdien av pantet der selskapet er i en presset situasjon. Bankene vil derfor primært bidra til en løsning med utsettelser på avdrag/renter og (midlertidige) lettelsers i rentevilkårene. Fra bankenes ståsted vil det jo være investorene i eventuelle usikrede obligasjonslån som først og fremst må ta et tap.

Selv om bankene ikke selv ønsker å komme inn som nye eiere, vil de imidlertid heller ikke ønske at eksempelvis usikrede obligasjonslån blir konvert til aksjekapital. Grunnen til dette er at bankene opprinnelig gav finansiering basert på at større, industrielle eiere har kontroll med selskapet. Gjennom en konvertering av obligasjonsgjeld til egenkapital vil selskapet ende opp med helt andre eiere enn det bankene i utgangspunktet la til grunn ved etableringen av låneengasjementet. Disse eventuelle nye eierne vil gjerne ha et finansielt og ikke industrielt fokus, noe som vil være et problem før bankene.

Tilbudsplikt – dispensasjon

I den grad en gjeldskonvertering medfører at en aksjonær passerer tilbudspliktsreglene (1/3, 40 % og 50 %) vil dette trigge tilbudsplikt på alle aksjene. Det er Oslo Børs som er tilbudsmyndighet og følger opp dette.

Flere banker som hver får en aksjepost under 1/3 av de totale aksjene, vil ikke rammes av tilbudsplikten, med mindre bankene konsolideres som en part etter en nærmere vurdering av børsen.

Bankene kan imidlertid søke børsen om dispensasjon fra tilbudspliktsreglene, børsen har adgang til å gi en tidsmessig begrenset dispensasjon på normalt ett år. Slike dispensasjonsregler omfatter ikke obligasjonseiere, slik at hvis en større obligasjonseier får over 1/3 av aksjene i selskapet vil dette utløse tilbudsplikt.

Dette kan om nødvendig diskuteres underhånden med Oslo Børs.



5.4 Obligasjonseierne – spesielt utfordrende

Som nevnt tidligere vil obligasjonseierne for hvert lån ofte søke sammen i komiteer for å følge opp hvert låns felles interesser. Dette vil være enda mer aktuelt ved en gjeldskonvertering.

Obligasjonseiere som har sikkerhet, vil ofte ha sammenfallende interesser med bankene og ofte kunne grupperes på et overordnet nivå med disse.

Obligasjonseiere som sitter med et usikret lån stiller med svake kort på hånden. Disse står sist i kreditorløken ved en eventuell likvidasjon, det er derfor ikke urimelig at disse kreditorene må ta det største tapet ved en foreslått restrukturering. Men obligasjonseierne har tross alt et legalt krav mot selskapet, og vil finne det naturlig at reduserte renter/hovedstol blir kompensert med en konvertering til aksjekapital. Noe som altså ikke er ønskelig fra bankenes side, slik vi så i avsnittet over.

Det er altså de usikrede obligasjonseierne som først må akseptere at gjelden blir konvertert til aksjekapital. De senere årene har imidlertid obligasjonseierne blitt mer sofistikerte, og vil ikke uten videre akseptere en løsning som bare bankene og selskapet har forhandlet frem. En løsning må som nevnt tidligere som regel aksepteres av brorparten (2/3) av obligasjonseierne. Noen av disse har gjerne kjøpt seg inn til en brøkdel av opprinnelig pålydende, disse investorene har således ikke så mye å tape og følgelig vil de gjerne sette hardt mot hardt. Dette medfører at det ofte blir intense forhandlinger med obligasjonseierne.

For å oppnå løsninger som er mer spiselige for obligasjonseierne, gis det gjerne to restruktureringsforslag som obligasjonseierne vil kunne velge mellom: Enten at den usikrede gjelden blir betydelig kuttet/reduert i verdi. Eller at den usikrede gjelden blir noe mindre kuttet/reduert i verdi og obligasjonseierne får konverterte aksjer og/eller tegningsretter med på kjøpet.

Fordeler med gjeldskonvertering

- "Over natten" får selskapet forbedret soliditet
- Økt egenkapital også fordelaktig for styremedlemmene (ref styrets handleplikt og nødvendig EK)
- En gjeldskonvertering er en formalisering av den de-facto kontroll/"egenkapitalinteresse" långiverne allerede har
- Overfor kunder og leverandører: Selskapet gjenvinner raskt tilliten

Ulemper med gjeldskonvertering

- Eksisterende aksjonærer taper det aller meste gjennom utvanningen
- En konvertering vil øke kompleksiteten i restruktureringen, blant annet må eksisterende aksjonærer stemme for konverteringen, selv om de har tapt alt
- Långivere som får gjeld konvertert til aksjer: Kommer lengre bak i køen ved en eventuell senere restrukturering
- Aksjonærenes og långivernes interesser er forskjellige. Dette medfører intense forhandlinger
- Konvertering kan medføre for mye fokus på finansiell restrukturering på bekostning av operasjonell restrukturering, og man behandler symptomene og ikke årsaken
- Konvertering tilfører i seg selv ikke "nye penger", om dette er nødvendig for fortsatt drift
- Konvertering får inn nye eiere som ikke er industrielle eiere (ikke så fokusert på driften)
- Bankene/finansielle eiere vil få en lengre horisont på sin "investering" ved en konvertering, siden aksjepotensialet må realiseres (mens obligasjonseierne lettere kan kaste kortene ved salg i annenhåndsmarkedet)
- Aksjemarkedet vet at bankene/finansielle eiere skal ut, legger en demper på aksjekursen
- Gjeldskonvertering ingen mirakelkur, men må stå på egne ben



Så lenge løsningene fremstår som relativt likeverdige vil obligasjonseierne da få en viss valgfrihet; fond som ikke har mandat til å sitte på aksjer kan velge løsningen uten aksjer, samtidig som obligasjonseiere som øyner en viss oppside med aksjer (og tegningsretter), kan velge denne løsningen. Hvis aksjene (og tegningsrettene) er notert, vil disse obligasjonseierne ha mulighet til å selge seg ut i løpet av kort tid.

Man bør imidlertid ha in mente at restruktureringen ikke skal bli for komplisert. Ofte er det enkleste det beste.

For øvrig ønsker obligasjonseiere med usikrede lån normalt ikke å bidra med ny kapital. Obligasjonseierne har for det første ofte mindre kapital tilgjengelig enn bankene. Og det faktum at obligasjonseierne har liten/ingen sikkerhet vil innebære at eventuelle nye midler vil være å kaste gode penger etter dårlige, siden disse långiverne står sist i køen ved en eventuelt etterfølgende konkurs.

Når det er blitt enighet med større, ledende obligasjonseiere, vil det gå ut innkalling til obligasjonseiermøte for hvert obligasjonslån. Hver enkelt obligasjonseiermøte må godkjenne forslaget normalt sett med 2/3 flertall for "sitt" lån.

En ulempe for alle kreditorer som aksepterer konvertering av gjeld til aksjer, er at kreditorposisjonen går tapt. Kreditorene gir fra seg et kontraktsmessig krav på lån og renter, riktignok et usikkert krav gitt debtors svake stilling, i bytte mot aksjer uten noen kontraktsmessige betalinger. I tillegg er oppsiden ofte svært usikker. Den største ulempen for obligasjonseierne er at man som aksjonær vil stille enda lengre bak i køen ved en eventuell senere restrukturering.

5.5 Aksjonærene – tapt alt men må likevel med

Siden egenkapitalen er utradert har aksjonærene tapt nesten alt. Aksjonærene har likevel fortsatt noen kort på hånden i forhold til de andre interessentene, hvis en restruktureringsløsning skal komme på plass.

Et viktig kort er at långiverne i utgangspunktet ikke ønsker å overta virksomheten, og derfor vil strekke seg langt for å få en løsning hvor aksjonærene driver det videre. Hvis aksjonærene tilfører noe mer egenkapital, vil gjerne bankene se dette som en mulighet til å utsette problemene til markedet forhåpentligvis tar seg opp. Sett fra aksjonærenes ståsted vil imidlertid det å tilføre ny egenkapital uten at det skjer som ledd i en samlet gjeldsstrukturering ofte fortone seg som å kaste gode penger etter dårlige. Friske penger vil gjerne gå med til å betale renter og gjeld. En egenkapitalemisjon bør således som et minimum betinges av at det gjøres operasjonell restrukturering for å få en kontantstrøm som dekker den løpende driften.

Problemstillingen for aksjonærene kan også spisses ytterligere. Gitt at aksjeinvesteringen er tapt – og således er "sunk cost" – vil investeringsvalget for de opprinnelig aksjonærene gjerne være som beskrevet under.

Hvis selskapet er et riggselskap, og investorene fortsatt ønsker seg eksponering mot oljeriggvirksomhet så har investorene to valg:

- a) enten reinvestere med ny aksjekapital i selskapet
- b) eller investere denne kapitalen i andre, tilsvarende riggselskaper som også fremstår som "billige"

...i hvilket av de to alternativene vil investorene få mest "riggeksposering" for pengene?

Et obligasjonslån kan gjøres konvertibelt for å bygge bro mellom partene

Når det forhandles om å redusere pålydende på et obligasjonslån, kan en del av motytelsen/kompensasjonspakken være at lånet "sukres" ved at det byttes til et konvertibelt obligasjonslån. Obligasjonseierne får da mulighet til å delta i den oppsiden som en restrukturering innebærer, ulempen for aksjonærene er at en senere konvertering vil vanne dem ut. Økte verdier i selskapet når/hvis det kommer på beina igjen vil imidlertid kunne komme både aksjonærene og obligasjonseierne til gode, såfremt løsningen er konstruert riktig.

I praksis gjøres en slik omstrukturering ved at det gamle obligasjonslånet blir byttet i et nytt, konvertibelt lån (med helt andre betingelser, pålydende og avdragsprofil) som utstedes av selskapet. Dette er med å bygge bro mellom partene i forhandlingene.

Den alternative investeringsbetragtningen i b) vil således gjerne være et tak på hvor mye investorene ønsker å tilføre det konkurstruede selskapet.

Ofte kan imidlertid andre hensyn spille inn for aksjonærene, for eksempel at man ønsker å føre familievirksomheten videre og derfor likevel vil tilføre ny kapital selv om dette i realiteten kan være en dyrere investering enn alternativ b).

Et annet, svært viktig kort som de gamle aksjonærene har på hånden, er at disse nødvendigvis må stemme for restruktureringsforslaget hvis selskapet skal beholdes som en juridisk enhet.

Gitt at selskapet ikke skal likvideres, må derfor långiverne akseptere at de gamle aksjonærene får en mindre aksjepost som kompensasjon for å stemme for restruktureringsløsningen. At de gamle aksjonærene henger med videre, kan også være gunstig såfremt selskapet er børsnotert og man ønsker likviditet i annenhåndsmarkedet. På sikt vil jo gjerne de nye aksjonærene også selge seg ned.

5.6 Gjeldskonvertering i praksis

I dette tilfellet er altså ikke bare aksjekapitalen (både nominell og reell) tapt, men selskapets (konsernets) totale gjeld er høyere enn EV. Gitt at verdiene sikres best ved å beholde selskapet som en juridisk enhet, vil det derfor være nødvendig å ettergi deler av gjelden/konvertere til aksjekapital slik at den reduserte gjelden kan betjenes.

Hvor stor er EV?

I prinsippet må en gjeldsrestrukturering ta utgangspunkt i selskapets nye, beregnede EV. EV kan enten beregnes ut fra neddiskonterte kontantstrømmer fra inntektene i årene fremover, eventuelt ved at man gjør en multippelanalyse med andre selskaper i samme industri. Ved å sammenligne forskjellige beregninger av EV får man et intervall for hvor selskapets EV vil være. Den del av driftsmidlenes bokførte verdi som ikke kan forsvares med ny EV, må nedskrives. Dette vil i realiteten føre til at egenkapitalen er tapt og rent faktisk kan man da nulle ut gammel aksjekapital.

Hvor mye gjeld kan betjenes?

Neste steg er å se hvor mye gjeld selskapet kan betjene. Hvis den totale gjelden er høyere eller lik EV tilsier dette at større deler av gjelden må reduseres og konverteres, slik som var tilfellet med PGS. Siden selskapet må ha en (forsvarlig) egenkapital som buffer til å drive virksomheten, vil ny samlet gjeld måtte ligge noe under EV. Forskjellen mellom EV og ny, samlet gjeld vil være den nye egenkapitalen (herunder aksjekapital).

I vurderingen av hva som er nødvendig og forsvarlig egenkapital kan man se hen til hva som er normalt i bransjen, hensyntatt at den nye gjelden ikke må bli for høy. Långiverne vil nemlig presse på for at gjelden ikke blir redusert for mye. Likevel må målet med gjeldskonverteringen være at selskapet får en tilstrekkelig robust kapitalstruktur slik at det ikke blir nødvendig med en ny gjeldsrestrukturering i løpet av kort tid.



Prospekt i forbindelse med innhenting av ny aksjekapital og noteringer av aksjer

Såfremt restruktureringen innebærer at selskapet skal hente ny aksjekapital (friske penger) fra eksisterende aksjonærer eller nye investorer, og/eller at aksjene skal noteres på Oslo Børs, så kan dette utløse et krav om prospekt. Dette har den praktiske konsekvens at selskapet og rådgiverne må ta høyde for en lengre prosess med først å lage prospektet, deretter å få det godkjent av prospektkontrollen ved Finanstilsynet. Dette arbeidet må ikke undervurderes, da denne prosessen kan ta mange uker.

Eventuelle prognoser som lages i forbindelse med at restruktureringspakken skal presenteres og selges inn til stakeholderne (slike prognoser kan feks være om utviklingen i EBITDA i årene fremover for å underbygge at selskapet kan betjene restrukturert gjeld), kan i gitte situasjoner måtte inntas i prospektet. Prospektreglene krever i så fall at prognosene bekreftes av revisor i prospektet. Dette er svært krevende og normalt noe selskapets revisor ikke ønsker å bekrefte. (Det er ikke nødvendigvis selskapets revisor som må bekrefte slike prognoser). I den grad et prospekt må lages, må derfor arbeidet med dette vurderes så tidlig som mulig i prosessen.

Prospektet vil også inneholde en erklæring om at selskapets arbeidskapital er tilstrekkelig for fortsatt drift de neste 12 månedene, alternativt hvilke tiltak selskapet vil sette i verk for å sikre seg tilstrekkelig finansiering fremover.

Selskapets styre må selvsagt gå god for innholdet av prospektet.



***) Nye midler som lån eller egenkapital?**

I den grad friske midler er nødvendige for å drive videre, vil det bli et spørsmål om dette skal skytes inn som aksjekapital eller nye lån. Hvis ny kapital tilføres som gjeld, vil disse långiverne stå foran aksjonærene ved en senere restrukturering, mens hvis kapitalen skytes inn som egenkapital, vil disse verdiene kunne bli nullet ut i en senere restrukturering. Som aksjonær vil man imidlertid være i en posisjon hvor man kan påvirke styresammensetningen eller selv få en styreplass i selskapet. Kravet til forsvarlig egenkapital er imidlertid også viktig å ivareta.

Etter at den tidligere aksjekapitalen i realiteten er skrevet ned til null, er i praksis selskapets nye aksjekapital et resultat av tøffe forhandlinger stakeholderne imellom.

Selskapets nye aksjekapital vil være preget av de tre følgende forhold:

1 Kompensasjon til kreditorene
Størstedelen av aksjekapitalen vil i realiteten være kompensasjon til de finansielle kreditorene for gjeld som er redusert (det vil si konvertert til egenkapital). I tilfellet med PGS ble gjeld på rundt 1,2 mrd USD konvertert til nominell aksjekapital på rundt 300 mill USD³⁴. Merk at konvertering av gjeld til aksjekapital ikke gir friske midler inn i kassen, noe som ofte er nødvendig for selskapet.

2 Ny aksjekapital*
Ny aksjekapital blir også ofte skutt inn (fra nye eller gamle aksjonærer) som friske penger, for å sikre arbeidskapital for videre drift.

3 Insentiv for utvannede aksjonærer
De gamle aksjonærene - som i realiteten har tapt alt - blir normalt også tildelt en mindre post fra gjeldskonverteringen, siden disse aksjonærene må få et incentiv til å stemme for gjeldskonverteringen, samt at dette kan også gi et incentiv til å bidra med friske penger i en emisjon.

Denne nye aksjekapitalen vil i prinsippet tette hullet mellom hva selskapet kan betjene av gjeld og selskapets beregnede EV.

Størrelsen på aksjekapitalen er viktig for selskapet siden selskapet må ha en fornøftig aksjekapital for å være rustet til å drive videre. For stakeholderne er det derimot viktigere *hvordan aksjekapitalen fordeler seg* på aksjonærene, da eierandelene representerer eierskapet og kontrollen til verdiene i selskapet.

Vi har i figuren til høyre vist hvordan en tenkt konvertering til gjeld vil fremgå rent matematisk, basert på eksponeringen långiverne har og sikkerheten som er tilstede. Imidlertid vil den endelige løsningen og fordelingen av aksjekapitalen selvsagt være preget av de tøffe forhandlingene som har vært mellom partene.

34. Merk at noe av tapet til långiverne vil allerede være tatt ved at obligasjonslån gjerne omsettes til feks bare 20-30 % av pålydende; de opprinnelige obligasjonseierne har således tatt tapet og solgt seg ut.

Et eksempel på gjeldskonvertering

Beregningen til høyre viser et eksempel på et selskap med totalt 110 mill USD i gjeld til sine finansielle kreditorer da betalingsstans ble inngått (standstill). Etter en analyse av gjeldsbetjeningssevnen er det maksimalt 70 mill USD selskapet kan betjene. Av gjeld på 110 mill USD vil derfor 40 mill USD måtte konverteres til ny aksjekapital. En vurdering av sikkerheten viser at antatt verdi er 60 mill USD ved et forsert salg. (For enkelthets skyld er alle lån i samme valuta – forskjellig valuta skaper egne problemer).

For eksempelets skyld hensyntar vi her ikke EV.

Selskapet	Mill USD
Total gjeld til finansielle kreditorer, pr dato for standstill avtale:	110
Maksimal gjeld selskapet kan betjene - etter analyse av gjeldsbetjeningssevnen:	70
....gir gjeld som må konverteres til aksjekapital:	40
....noe av den totale gjelden er imidlertid sikret:	60

Lån fordelt på långiverne	Usikret obligasjonslån	Obligasjonslån delvis sikret	Fullt sikret banklån	Totale lån:
Total gjeld til finansielle kreditorer:	20	40	50	110
Lån som er sikret:	0	10	50	60
Lån som er usikret:	20	30	0	50
Prosentvis del av lån som er usikret (av totallån)	100%	75%	0%	45%

Merk: Et lån er helt usikret, mens for det andre lånet dekker verdien av sikkerheten kun deler av hovedstolen. Det første lånet har usikret del på 20 og det andre på 30, tilsammen 50 er usikret. 40 av disse må konverteres til egenkapital, det vil si $40/50 = 80\%$. Det ene lånet må konvertere 80% av $20 = 16$, det andre må konvertere 80% av $30 = 24$. Totalt konverteres 40 i lån til ny egenkapital.

Lån som må konverteres til egenkapital:	40
Lån som ikke er sikret:	50
Prosentvis andel av usikrede lån som må konverteres til egenkapital	80%

Fordeling på hver långiver:	Usikret obligasjonslån	Obligasjonslån delvis sikret	Fullt sikret banklån	Totale lån:
Lån som er usikret	20	30	0	50
Andel av lån som er usikret, konverteres til EK:	16	24	0	40

Hver långiver får derfor følgende justerte lån og egenkapital:

Totalt låneengasjement, pr dato for standstill:	20	40	50	110
Minus lån som er konvertert til egenkapital:	-16	-24	0	-40
Gjenværende del av lånet, som kan betjenes/vil beholdes:	4	16	50	70

6

Verdien som going concern er lavere enn likvidasjonsverdi – likvidasjon



Det kan vise seg at det ikke er mulig å redde selskapet. Dette vil særlig være hvor verdien av selskapet som going concern er mindre enn likviditetsverdien, eller det er betydelig usikkerhet om verdiene som going concern virkelig kan realiseres innenfor et fornuftig tidsrom. De finansielle kreditorene vil da se seg best tjent med å realisere de underliggende verdiene de måtte ha som pant. Dette innebærer ikke nødvendigvis en likvidasjon av hele selskapet, men bare realisasjon av panteobjektet. Følgelig er ikke bare egenkapitalen tapt, men den totale gjelden er høyere enn verdiene.

I en slik situasjon har styret i selskapet valget mellom styrt avvikling eller å melde oppbud. Styrt avvikling kan være et alternativ hvis styret mener at med en noe lenger tid til en styrt avvikling så vil det kunne realiseres større verdier for kreditorene. Uansett vil resultatet både ved styrt avvikling og ved å melde oppbud være at gjenværende verdier skal fordeles kreditorene i henhold til den sikkerhet de har. Merk at en styrt avvikling uten full dekning vil nødvendigvis forutsette en form for samtykke.

Styret vil ikke ved en oppbudsbegjæring nødvendigvis kunne unngå styreansvar.

Tvert imot legger lovgiver til grunn at styret må kjempe for å sikre selskapets verdier.

Vi beskriver først prosessen med styrt avvikling, deretter prosessen med å melde oppbud.

6.1 Styrt avvikling – drift og organisering

Det er generalforsamlingen som eventuelt beslutter oppløsning av selskapet.³⁵ Beslutter generalforsamlingen oppløsning av selskapet, velges et avviklingsstyre. Beslutningen meldes foretaksregisteret og det kunngjøres et varsel til kreditorene med frist for å gjøre gjeldende krav mot selskapet. Alle kjente kreditorer varsles særskilt. I en styrt avvikling vil det ofte være nødvendig å tilføre noe friske midler fra kreditorene til boet, til administrasjonen av avviklingen.

Under avviklingen kan selskapets virksomhet fortsette dersom det er formålstjenlig, siden det ofte vil ta noe tid å avvikle driften og realisere eiendeler. Under likvidasjonen skal årsregnskap avlegges og revideres som ved normal drift. Av forståelige grunner kan ikke regnskapet lenger avlegges under “fortsatt drift-forutsetningen”. Avviklingsstyret setter

35. Merk at en likvidasjon av selskapet etter beslutning fra generalforsamlingen, er noe ganske annet enn tvangsavvikling etter kjennelse fra tingretten, uten at det her er tid og rom for å gå nærmere inn på dette.



Kan krav avvises? Kan avviklingsstyret unnlate å varsle enkeltkreditorer med bestridte krav?

Dersom avviklingsstyret bestrider et krav og av den grunn unnlater å varsle en kreditor om beslutningen om oppløsning, vil dette kunne ha alvorlige konsekvenser for aksjonærene selv og/eller avviklingsstyret.

Eventuelle kreditorer som ikke har fått dekning eller er sikret ved avsetning, kan nemlig forholde seg til aksjeeierne for inntil verdien av det som vedkommende har mottatt som utdeling. Overfor slik kreditor hefter også avviklingsstyrets medlemmer solidarisk uten begrensning, hvis det ikke godtgjøres at de har opptrådt med tilbørlig aktsomhet.

opp en avviklingsbalanse og sørger for at alle kjente kreditorer får dekning for sine krav. Utdeling til aksjonærene kan først foretas etter at alle krav er dekket – i disse situasjonene er det imidlertid som regel ikke verdier igjen til utbetaling til aksjonærene.

6.2 Oppbud – kreditors stilling

Hvis styrt avvikling er et uaktuelt alternativ fordi det ikke vil være mulig å gi full dekning til kreditorene eller få de nødvendige samtykker/fracfall, er oppbud eneste utvei. Styrets begjæring om oppbud til skifteretten er første steg mot konkursbehandling³⁶. Konkursbehandling kan besluttes av tingretten forutsatt at vilkårene for åpning av konkurs er til stede (selskapet er insolvent).

For at insolvens rettslig sett skal foreligge, må som tidligere nevnt to vilkår være oppfylt: Selskapet må være både illikvid og insuffisient. Å være illikvid innebærer at selskapet ikke har midler til å betale regninger og andre løpende forpliktelser i tide ved forfall, forutsatt at betalingsproblemene ikke er forbigående. Har selskapet eiendeler som til sammen har større verdi enn den totale gjelden, vil selskapet kunne

dekke kreditorene gjennom realisasjon av aktiva. Selskapet er da ikke insuffisient, og således er ikke vilkårene for insolvens oppfylt.

Hvis tingretten kommer til at selskapet er insolvent, vil tingretten åpne konkurs i selskapet. Dette innebærer at tingretten oppnevner en bostyrer som overtar rådigheten over boets eiendeler. Selskapets styre er ikke lenger legitimert til verken å råde over aktiva eller forplikte selskapet. Det vil være bostyrer som vurderer hvorvidt virksomheten helt eller delvis skal fortsette driften under konkursbehandlingen og som eventuelt viderefører eller trer ut av selskapets kontrakter.

Bostyrer skal ivareta kreditorinteressene – ikke aksjonærinteressene. Bostyrer vil forsøke å optimalisere aktiva i selskapet og om mulig foredle for videre salg – helt eller delvis.

Av de netto aktiva som blir å fordele etter konkursen, vil rettens gebyrer og andre boomkostninger (massekrav) dekkes først. Deretter gis det dekning til prioriterte krav i en bestemt, lovgulert rekkefølge: først ansattes krav på lønn og feriepenger, deretter skatte-

og avgifts krav. Først når de prioriterte kravene er dekket fullt ut, blir det tale om å utbetale dividende til alminnelige usikrede/uprioriterte kreditorer – typisk leverandører uten pantesikkerhet.

Kreditorer som har pant i selskapets aktiva, vil ha særrett til dekning for sitt krav i det pantsatte formuesgode – uavhengig av øvrige regler om prioritet. (Boet har imidlertid legalpant etter panteloven i ethvert pantsatt objekt). Forutsatt at pantets verdi overstiger kravet og at pantet er gyldig og står seg i konkursen, vil pantekreditor ha et godt utgangspunkt. Pant kan under en konkursbehandling aktualisere en rekke spørsmål knyttet til gyldighet, omstøtelse, hvilket krav som er sikret under pantet, og hvilke formuesgoder som faktisk er omfattet av panteretten. Dette er problemstillinger en panthaver må påregne at bostyrer vil bringe til torgs dersom panteretten fremstår som usikker eller angripelig. Panthaver bør derfor foreta et grundig stykke arbeid på det tidspunkt kreditten ytes.

36. Oppbud og konkursbehandling reguleres av konkursloven og dekningsloven.

Styremedlemmenes ansvar

Trår styret feil i sine vurderinger, herunder ikke har fulgt opp sin aktivitetsplikt slik at dette har medført skade, ikke har informert tilstrekkelig om den finansielle situasjon, har foretatt disposisjoner som forringer verdiene for kreditorene og/eller har forfordelt noen kreditorer, vil dette kunne gi grunnlag for strafferettslige sanksjoner, herunder bøter eller (under skjerpene forhold) med fengsel i inntil ett år.

Større er likevel ofte trusselen om erstatningssøksmål. Kreditorene og eventuelt aksjonærene vil kunne rette erstatningssøksmål direkte mot hvert enkelt styremedlem, hvis vedkommende styremedlem har vært uaktsom i oppfølgingen av sine forpliktelser som styremedlem og dette har medført økonomisk tap for kreditorene og eventuelt aksjonærene.

Usikrede, uprioriterte kreditorer kommer sjeldent godt ut av en konkursbehandling. Dersom boets aktiva er tilstrekkelige til at det kan bli utbetalt dividende til usikrede kreditorer, er dividenden ofte relativt lav. Bostyrer må foreta en fordringsprøvelse og godkjenne den enkelte kreditors krav før dividende kan fastsettes og utbetales.

6.3 Styrets vurderinger i valget mellom styrt avvikling og oppbud

Selv om styret må ta hensyn til kreditorenes interesser i valget mellom styrt avvikling og oppbud, så har styret og ledelsen likevel en betydelig egeninteresse i å velge en styrt avvikling fremfor en konkurs. Bakgrunnen for dette er at dersom selskapets styre eller ledelse har foretatt en eller flere potensielt ansvarsbetingende handlinger, for eksempel forfordeling av kreditorer i en kritisk fase forut for konkursen, vil styret for praktiske formål ved en styrt avvikling unngå å få sine disposisjoner og vurderinger blottlagt og

gjennomgått. Styremedlemmene vil kunne unngå styreansvar og erstatningssøksmål fra boet eller fra enkeltkreditorer. Forringelse av boets aktiva før konkurs kan også medføre et straffansvar for selskapets ledelse. Denne type forhold vil bostyrer være pålagt å påpeke i forbindelse med konkursbehandlingen.

Også der styrets handlinger og/eller unnlatelser i tiden forut for konkurs fremstår som forsvarlige og ligger innenfor styrets handlingsrom etter aksjeloven, hvor det ikke er grunn til mistanke om ansvarsbetingende forhold, kan et eller flere styremedlemmer fremme ønske om en styrt avvikling. Årsaken kan være av kommersiell art for egen del og/eller for søsterselskap eller morselskapet, for eksempel for å unngå å bli omtalt eller forbundet med en konkurs.



Konklusjon

Industrien i Norge er i stor grad eksportrettet. Norske selskaper er derfor svært eksponert for volatilitet både når det gjelder prisutviklingen på verdensmarkedene og valutakursendringer. Det er videre typisk at norske selskaper er i sykliske bransjer, som shipping, oil service og eksport av råvarer. Høy gearing vil i seg selv ikke være ensidig negativt, fordi dette på den ene siden innebærer høy risiko for investorene, mens det også kan gi høy forventet avkastning.

Men i den grad et selskap i en konjunktursatt næring både har høy finansiell og operasjonell gearing, kan selskapet være ganske utsatt i en konjunkturedgang, en nedgang som før eller siden vil komme. Har selskapet generelt en finansiell og operasjonell gearing høyere enn sine konkurrenter, vil dette også kunne være en komparativ ulempe i dårlige tider.

Høy gearing (finansiell og/eller operasjonell) vil derfor i stor grad være en strategisk beslutning. Selskapets styre og ledelse bør derfor ha et bevisst forhold til risikoen knyttet til dette.

Selskapets operasjonelle gearing kan vurderes ved å sammenligne med bransjen generelt sett eller med sine største konkurrenter. Hvis den er høyere enn bransjen eller konkurrentene; er dette tilsiktet? Har selskapet gjort sensitivitetsanalyser for å se hvor utsatt man er for sviktende salg?

Videre kan selskapets kapitalstruktur vurderes i forhold til den finansielle gjeldsgraden (leverage): Er gjeldsgraden høy, relativt til bransjen og største konkurrenter? Er dette tilsiktet?

Selskapet må videre være bevisst på sin kommunikasjon om dette til kapitalmarkedene, slik at investorene er innforstått med risikoen ved høy gearing.

Ofte kommer nemlig konjunkturomslaget raskere enn ventet, og da er det normalt for sent å hente inn ny fremmed- eller egenkapital til ønskede betingelser.

Når selskapets eksistens står på spill, løftes oppfølgingen av selskapets drift fra administrasjonen til styrenivå, med andre ord skjerpes styrets forvaltnings- og tilsynsplikt og det er nødvendig at styret agerer svært aktivt. Styrets handlingsplaner må iverksettes, og dette vil ofte innebære en finansiell restrukturering av selskapet.

Målet for en finansiell restrukturering vil da være å maksimere selskapets gjeldsbetjeningsevne og få på plass en hensiktsmessig, forbedret kapitalstruktur for å sikre selskapets fortsatte eksistens.

I en slik situasjon må styret og ledelsen identifisere mulighetsrommet samt de viktigste milepælene for prosessen videre. Milepælene for å restrukturere selskapets balanse kan eksempelvis være som følger; gjøre opp status, iverksette

handlingsplaner, kontakte bankene og NT/obligasjonseiere, vurdere stand-still, modellering av kontantstrøm fremover gitt forskjellige forutsetninger, om nødvendig ekstraordinær generalforsamling og prospekt hvis aksjekapital skal innhentes etc. Dette er gitt at fortsatt drift er hovedsporet. Det er selvsagt også svært viktig å involvere kompetente rådgivere tidlig i prosessen, som finansielle rådgivere/meglerhus, juridiske rådgivere og selskapets revisor.

En viktig del av slagplanen blir også informasjonspolitikken; når skal man informere markedet, kreditorer, eventuelt Oslo Børs underhånden ved innsideinformasjon om status for selskapet? Skal man være åpen om dette tidlig i prosessen? Eller har styret mulighetsrom til å forhandle konfidensielt frem en løsning (med banker og sentrale obligasjonseiere) som presenteres for markedet når løsningen i prinsippet er klar? Og videre, hvordan skal ledelsen deretter selge inn restruktureringsløsningen til aksjonærer og obligasjonseiere (før obligasjonsmøter og eventuelt ekstraordinær generalforsamling)?

Selv med en god og gjennomtenkt plan vil det dukke opp uforutsette problemstillinger og forsinkelser, eksempelvis at forhandlingene med kreditorene trekker ut. Det er derfor også viktig at man bygger inn nok fleksibilitet i planen i utgangspunktet.

Kontakt oss



T: 952 60 126
per.fossan-waage@pwc.com

Per Fossan-Waage *Direktør – Kapitalmarkedsavdelingen*

Per Fossan-Waage er siviløkonom og statsautorisert revisor, og har også gjennomført Executive Corporate Finance ved Norges Handelshøyskole. Han har omfattende erfaring med kapitalmarkedstransaksjoner ved PwC og fra flere år som Chief Financial Officer og Chief Accountant i flere børsnoterte selskaper, samt fra seks år ved Oslo Børs. Han har vært ansvarlig for flere PwC-publikasjoner om kapitalmarkedet (*A guide to going public, Issuing Corporate bonds in the Nordic capital markets, Rettede aksjeemisjoner med flere*). Per arbeider på PwCs kontor i Oslo.



T: 952 61 029
hege.merete.oftedal@pwc.com

Hege Oftedal *Advokat, Partner Tax and Legal Services*

Hege Merete Oftedal er advokat og partner ved PwCs Stavangerkontor, hvor hun er leder av insolvensavdelingen. Hege har vært bostyrer oppnevnt av tingrettene (Jæren og Stavanger) i konkurs og tvangsavvikling i mer enn 13 år. Hun har inngående erfaring med rådgivning knyttet til restrukturering, nedbemanning og virksomhetsoverdragelser, herunder også styrets rolle i slike prosesser. Hun har også omfattende erfaring fra tvisteløsning i og utenfor domstolene og har bred kompetanse hva gjelder fast eiendoms rettsforhold og generell kontraktsrett. Hun har tidligere vært dommerfullmektig ved Jæren tingrett.

