



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

Finansiell restrukturering i luftfartsnæringen – hvilken effekt har det?

Navn: Ajna Saldo, Vilde Nikoma

Start: 15.01.2021 09.00

Finish: 01.07.2021 12.00

Forord

Vår forskningsoppgave er en avsluttende del av studiet Master of Science i Business & Law (Forretningsjus & økonomi) med spesialisering i Corporate Finance.

Formålet med forskningsoppgaven har vært å undersøke finansielle restruktureringer av selskaper sett i lys av den midlertidige loven om rekonstruksjon.

Restruktureringsprosessen belyses gjennom analyse av selskapsgrupper i luftfartsnæringen som befinner seg i en økonomisk utfordrende situasjon.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Morten Lund, for å være en sparringspartner med stor innsikt, støtte og gode råd. Morten har gitt oss konstruktive tilbakemeldinger, og vært der når vi trenger det gjennom hele perioden. Oppgaven hadde ikke vært den samme uten han.

Til slutt ønsker vi å takke hverandre for dette samarbeidet, og for fem uforglemmelige studieår sammen. Det har vært en lærerik periode, hvor vi definitivt har utfordret hverandre.

Oslo, 27. Juni 2021

Ajna Saldo

Vilde Nikoma

Innholdsfortegnelse

I) Figurer	vi
II) Tabeller	vi
III) Sentrale forkortelser	vii
1.0 Innledning	1
1.1 <i>Bakgrunn og motivasjon</i>	1
1.2 <i>Forskningsspørsmålet</i>	3
1.3 <i>Avgrensning</i>	3
2.0 Metode	5
2.1 <i>Forskningsmetode</i>	5
2.1.1 <i>Juridisk metode</i>	5
2.1.2 <i>Kvalitativ metode</i>	6
2.2 <i>Datainnsamling</i>	6
2.2.1 <i>Primærdata</i>	6
2.2.2 <i>Sekundærdata</i>	7
3.0 Selskap- og kapitalstruktur	7
3.1 <i>Selskapsstruktur</i>	7
3.2 <i>Kapitalstruktur</i>	9
3.2.1 <i>Egenkapital</i>	9
3.2.2 <i>Sikret gjeld</i>	11
3.2.3 <i>Obligasjonslån</i>	13
3.2.4 <i>Garantistillelse</i>	15
3.2.5 <i>Leasing</i>	15
3.2.6 <i>Kassekreditt</i>	18
3.2.7 <i>Annen usikret gjeld</i>	18
4.0 Veien mot rekonstruksjonsforhandlinger	19
4.1 <i>Valg av Finansieringsstruktur</i>	19
4.2 <i>Uforsvarlig egenkapital og mislighold av covenants</i>	20
5.0 Restruktureringsprosessen etter rekonstruksjonsloven	20
5.1 <i>Sentrale aktører</i>	21
5.1.1 <i>Selskapets ledelse</i>	21
5.1.2 <i>Aksjonærene</i>	22

5.1.3 Kreditorerne	23
5.1.4 Eksterne rådgivere	25
5.2 Prioritering av ulike interesser	25
5.3 Bakgrunn, formål og virkemiddel.....	26
5.4 Vilkår for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger	27
5.5 Virkningene av åpning av rekonstruksjonsforhandling	28
5.6 De to sporene for vedtakelse av rekonstruksjon.....	30
5.6.1 Frivilling rekonstruksjon	30
5.6.2 Rekonstruksjon med tvangsakkord	30
5.7 Likviditet under forhandlingene	30
5.7.1 Begrensingen av gjeldsforfølgning	31
5.7.2 Tilførsel av ny kapital.....	31
5.8 Rekonstruksjonens inngrep.....	33
5.8.1 Frivillig rekonstruksjon	33
5.8.2 Rekonstruksjon ved tvangsakkord.....	33
6.0 Andre alternativer for restrukturering	37
6.1 Gjeldsforhandlinger gjennom konkursloven	37
6.1.1 Prosessen i gjeldsforhandling etter konkursloven	38
6.1.2 Illikviditets- og prognosevilkåret	38
6.1.3 Hvorfor blir ikke gjeldsforhandling etter konkursloven brukt i praksis?	39
6.2 Konkurs	40
6.2.1 Prosessen i konkursbehandling	40
6.2.2 Vilkår for åpning av konkurs.....	40
6.2.3 “Likedelingsprinsippet”	41
6.3 Chapter 11 of the US Bankruptcy Code	41
7.0 Økonomiske analyser	43
7.1 Analyseverktøy.....	44
7.1.1 Likviditetsanalyse.....	46
7.1.2 Soliditetsanalyse	47
7.1.3 Lønnsomhetsanalyse.	47
7.2 Norwegian	50
7.2.1 Selskapsstruktur.....	51
7.2.2 Restruktureringen	52
7.2.3 Kapitalstruktur.....	55
7.2.4 Likviditet	56
7.2.5 Soliditet	58

7.2.6. Rentabilitet	59
7.3 SAS.....	61
7.3.1. Selskapsstruktur.....	62
7.3.2. Restruktureringen	62
7.3.3. Kapitalstruktur.....	63
7.3.4. Likviditet	65
7.3.5. Soliditet	66
7.3.6. Rentabilitet	67
7.4 Drøfting	68
7.4.1 Selskapsstrukturen.....	68
7.4.2 Likviditet	69
7.4.3 Soliditet	69
7.4.4 Rentabilitet	70
8.0 Oppsummering og konklusjon	72
9.0 Referanseliste	74
10.0 Vedlegg	80
<i>Vedlegg 1: Resultatregnskap – Norwegian Air Shuttle.....</i>	<i>80</i>
<i>Vedlegg 2: Balanseregnskap 2019 og 2020 – Norwegian Air Shuttle</i>	<i>80</i>
<i>Vedlegg 3: Balanseregnskap 2017 og 2018 – Norwegian Air Shuttle</i>	<i>81</i>
<i>Vedlegg 4: Reformulert resultatregnskap – Norwegian Air Shuttle</i>	<i>83</i>
<i>Vedlegg 5: Reformulert balanseregnskap 2019 og 2020 – Norwegian Air Shuttle</i>	<i>83</i>
<i>Vedlegg 6: Reformulert balanseregnskap 2017 og 2018 – Norwegian Air Shuttle</i>	<i>84</i>
<i>Vedlegg 7: Resultatregnskap – Scandinavian Airlines Services</i>	<i>84</i>
<i>Vedlegg 8: Balanseregnskap 2019 og 2020 - Scandinavian Airlines Services</i>	<i>85</i>
<i>Vedlegg 9: Balanseregnskap 2017 og 2018 - Scandinavian Airlines Services</i>	<i>86</i>
<i>Vedlegg 10: Reformulert resultatregnskap - Scandinavian Airlines Services</i>	<i>87</i>
<i>Vedlegg 11: Reformulert balanseregnskap 2019 og 2020 - Scandinavian Airlines Services.....</i>	<i>87</i>
<i>Vedlegg 12: Reformulert balanseregnskap 2017 og 2018 – Scandinavian Airlines Services.....</i>	<i>88</i>

Sammendrag

Forskningsoppgavens tema er finansiell restrukturering i luftfartsnæringen. I 2020 ble luftfartsnæringen hardt rammet som følge av utbruddet av COVID-19. Pandemien satte utallig bedrifter i økonomiske problemer, og flere måtte begjære konkurs eller restrukturering. Som følge av denne situasjonen vedtok Stortinget ny midlertidig lov om rekonstruksjon som trådte i kraft 11. mai 2020. Vi ønsker å fordype oss i temaet og har valgt følgende forskningsspørsmål for studiet:

Finansiell restrukturering i luftfartsnæringen – hvilken effekt har det?

Forskningsoppgaven benytter hovedsakelig sekundærdata, men også noe primærdata for å besvare problemstillingen. I kapittel 3-6 vil anvendt teori beskrives. Teorien omhandler selskaps- og kapitalstrukturer for virksomheter i luftfartsnæringen, sentrale aktører i restruktureringsprosessen og selve restruktureringsprosessen etter rekonstruksjonsloven. Det siste kapitlet i teori-delen omhandler alternativer til rekonstruksjon etter rekonstruksjonsloven.

I kapittel 7 presenteres analyseobjektene, gjennomførte analyser og våre funn. Analysen består av en regnskapsanalyse av selskapsgruppene Norwegian Air Shuttle ASA (Norwegian) og Scandinavian Airlines (SAS).

Kapittel 8 inneholder drøftelse av analysefunn i lys av teori, og en grov sammenlikning mellom Norwegian og SAS.

Hovedfunnene i regnskapsanalysen viser at rekonstruksjon gir en kortsiktig positiv effekt hos analyseobjektene. Analysen konkluderer ikke for langsiktig effekt, som følge av at rekonstruksjon hos selskapene nylig er gjennomført.

I) Figurer

Figur 1: Direkte- og indirekte eierskap.....	8
Figur 2: Forenklet selskapsstruktur Norwegian.....	51
Figur 3: Selskapsstruktur SAS.....	62

II) Tabeller

Tabell 1: Effekt av IFRS på Leietakers nøkkeltall.....	18
Tabell 2: Reformulering balanseregnskap.....	44
Tabell 3: NOA-Balansen.....	45
Tabell 4: Reformulering resultatregnskap.....	45
Tabell 5: Oversikt Norwegian.....	50
Tabell 6: Kapitalstruktur Norwegian	55
Tabell 7: Likviditetsanalyse Norwegian.....	56
Tabell 8: Soliditetsanalyse Norwegian.....	58
Tabell 9: Lønnsomhetsanalyse Norwegian.....	59
Tabell 10: Oversikt SAS.....	61
Tabell 11: Utvikling i kapitalstruktur SAS.....	64
Tabell 12: Likviditetsanalyse SAS.....	65
Tabell 13: Soliditetsanalyse SAS.....	66
Tabell 14: Lønnsomhetsanalyse SAS.....	67

III) Sentrale forkortelser

Forkortelser lover

Asal.	Lov om allmennaksjeselskaper, LOV-1997-06-13-45. (allmennaksjeloven)
Asl.	Lov om aksjeselskaper LOV-1997-06-13-44 (aksjeloven)
Deknl.	Lov om fordringshavernes dekningsrett, LOV-1984-06-08-59. (dekningsloven)
Kkl.	Lov om gjeldsforhandling og konkurs, LOV-1984-06-08-58. (konkursloven)
Pantel.	Lov om pant, LOV-1980-02-08-2. (panteloven)
Rkl.	Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19, LOV-2020-05-07-38. (rekonstruksjonsloven)
U.C.S	United States Code US Bankruptcy Code Chapter 11

Forkortelser annet

ATO	Asset Turnover
CIBD	Current interest-bearing debt
COL	Current operating liabilities
E	Equity
EK	Egenkapital
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciations, amortizations
EBITDAR	Earnings before interests, taxes, depreciations, amortizations and restructuring.
ECA	Export credit agency
FCA	Financial current Assets
GIEK	Garantiinstituttet for eksportkreditt
IFRS	International Financial Reporting Standards
ITS	Investering i tilknyttede selskaper
MNOK	Millioner norske kroner
MSEK	Millioner svenske kroner

NCFA	Non-Current Financial Assets
NCIBD	Non-Current Interest-Bearing Debt
NCOA	Non-Current Operating Assets
NCOL	Non-Current Operating Liabilities
NIBD	Net Interest-Bearing Debt
NOA	Net Operating Assets
OCA	Operating Current Assets
RNOA	Return on Net Operating Assets
ROA	Return on Assets
ROE	Return on equity
ROTC	Return on Total Capital
TA	Total Assets
TK	Totalkapital

1.0 Innledning

I dette kapitlet vil vi begrunne valg av tema og motivasjonen bak forskningsoppgaven. Videre vil vi presentere forskningsspørsmålet for oppgaven. Deretter vil vi belyse hvilke avgrensninger som er gjort i forskningsoppgaven for at denne ikke skal bli for omfattende.

1.1 Bakgrunn og motivasjon

Luftfartsnæringen er en betydelig faktor i verdensøkonomien, samt i nasjonal infrastruktur. For Norge er luftfartsnæringen viktig for den interne transporten, for mange eksportindustrier, og for annen transport inn og ut av landet (Regjeringen, 2015). Bransjen er med på å bidra til økt globalisering, turisme og internasjonal handel. Næringen har opplevd stor vekst de siste ti årene, og er i utgangspunktet forventet til å stige fremover.

I 2020 ble verden rammet av viruset COVID-19, som har ført til store omstillinger i flere bransjer, inkludert luftfartsnæringen. Som tidligere nevnt er luftfart en viktig del av verdensøkonomien, men bransjen er igjen avhengig av etterspørsel i samfunnet. Som følge av pandemien ble det iverksatt en rekke restriksjoner og anbefalinger både i Norge og internasjonalt. Restriksjonene knyttet seg blant annet til reise både innenlands og utenlands, noe som førte til at etterspørselen i bransjen ble betydelig redusert. Den fallende etterspørselen har hatt store konsekvenser for bransjen da inntektene har minsket betraktelig, mens driftskostnader har måtte bli bemannet som vanlig. Den langsiktige virkningen av COVID-19 for luftfartsnæringen er høyst usikker og avhenger av en rekke faktorer, som blant annet varigheten og omfanget av pandemien, forbrukernes tillit og øvrige økonomiske forhold. Situasjonen utvikler seg raskt og det er uklart når flyindustrien vil se en gjenoppretting til grunnlinjenivåer.

Luftfartsnæringen er en bransje preget av komplekse kapitalstrukturer og gjeldtyngende selskaper. Selskapenes kapitalstruktur omfatter, i tillegg til egenkapital, stor grad leasing-avtaler og finansielle avtaler med ECA'er (Export Credit Agency). Luftfartsnæringen er en kapitalintensiv bransje, der hver enhet er dyr, og det foreligger

konstant behov for det nyeste innenfor teknologi. 1. Januar 2019 måtte alle selskaper som regnskapsfører i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS) gjennomføre den nye standarden IFRS 16. De nye reglene innebærer at selskaper må balanseføre leie- og leasingavtaler som omfatter fysiske eiendeler, som for eksempel fly. Konsekvensen av dette er høyere balanseført gjeld, men ingen endring i de økonomiske forpliktelsene til selskapene. Flyselskaper leaser ofte flyene sine istedenfor å kjøpe, og selskapenes regnskapsførte balanse ble derfor i stor grad påvirket IFRS 16. Vi kommer tilbake til leasings-strukturene i delkapittel 3.2.5.

I Norge operer det tre store flyselskaper som står for den største delen av næringen i landet; SAS, Norwegian og Widerøe. Selskapene som vi i denne forskningsoppgaven ønsker å se nærmere på, er Norwegian og SAS. Til forskjell fra blant annet shipping- og offshorenæringen, bærer luftfartsnæringen preg av stor statlig interesse. Bakgrunnen for dette ligger i hovedsak rundt faktum at et land helst skal ha sin egen luftfartsnæring. Norge som har en krevende topografi, lange distanser innenriks og lange distanser til utenlandske feriedestinasjoner og handelspartnere, er avhengige av dette transportalternativet for effektivisering av globalisering og handel. Flyselskaper er i hovedsak styrt av markedet, og er en kapitalintensiv og sterkt konkurransepreget bransje. En mindre del av næringen blir støttet av staten gjennom kjøp av flytransport etter en anbudskonkurranse, og omfatter stort sett de mindre rutene Widerøe og en del andre mindre aktører flyr. Dette gjøres for å sikre at det også er tilbud på de flyrutene som ikke bedriftsøkonomisk kan drives lønnsomt.

Som følge av COVID-19 vedtok Stortinget den 11.mai 2020 en midlertidig lov om restrukturering. Formålet med rekonstruksjonsloven er å forhindre unødvendige konkurser i levedyktige virksomheter som har blitt rammet av en akutt svikt i inntekter som følge av pandemien (Innst. 244 L (2019–2020)). Ikrafttredelse av loven gir selskaper muligheten til å unngå konkurs. Loven muliggjør betalingsutsettelse og/eller gjeldsreduksjon uten støtte fra samtlige kreditorer, i kontrast til utenomrettslige forhandlinger hvor man i utgangspunktet trenger samtykke fra alle selskapets kreditorer. Loven er langt mer effektiv enn den tilsvarende ordning i lov om gjeldsforhandling og konkurs. Virkemiddelet i loven er å gi gjeldstynge bedrifter, som flyselskaper, tilgang til rekonstruksjonsforhandlinger. Rekonstruksjonsforhandlingene setter kreditorenes

rettigheter midlertidig ut av kraft, som muliggjør endringer i skyldnerens forpliktelser uten samtykke fra samtlige berørte kreditorer. På bakgrunn av overnevnte momenter har vi valgt å se på rekonstruksjon etter den nye midlertidige loven om rekonstruksjon.

1.2 Forskningsspørsmålet

På bakgrunn av delkapittel 1.1. er formålet med denne forskningsoppgaven å avdekke effekten av rekonstruksjon i selskaper tilhørende luftfartsnæringen som har havnet i en økonomisk utfordrende situasjon.

Med dette som utgangspunkt, er forskningsspørsmålet:

Finansiell restrukturering i luftfartsnæringen – hvilken effekt har det?

Etter avgrensingen av forskningsområdet i neste delkapittel, vil kapittel 2 ta for seg metoden vi har benyttet for å kunne besvare forskningsspørsmålet. Videre vil de neste kapitlene ta for seg teorien. Kapittel 3 tar for seg teorien knyttet til oppbyggingen av selskaps- og kapitalstruktur i virksomheter i luftfartsnæringen. Kapittel 4 belyser veien mot en restruktureringsprosess, med andre ord hvordan selskaper kommer i en situasjon hvor de er nødt til å restrukturere. I kapittel 5 går vi nærmere inn på restruktureringsprosessen, lovverket knyttet til den, og de sentrale aktørene. Kapittel 6 beskriver selskapers handlingsalternativer utenom restrukturering etter rekonstruksjonsloven. Videre omfatter kapittel 7 de økonomiske analysene vi har foretatt, samt en drøftelse av funnene gjort. Til slutt oppsummeres og konkluderes forskningsoppgaven i kapittel 8.

1.3 Avgrensning

For å kunne se et helhetlig bilde av forskningsspørsmålet, har vi vært nødt til å avgrense forskningsområdet. Videre forutsettes det at leseren har en grunnleggende forståelse for økonomi. Vår forskningsoppgave behandler selskapsgrupper (Norwegian Air Shuttle og Scandinavian Airlines Services) i luftfartsnæringen som har eller har hatt økonomiske utfordringer, spesielt med COVID-19 som utløsende årsak. Disse selskapsgruppene er bestående av norske aksje- og allmennaksjeselskaper, samt tilsvarende selskapstyper i andre land. Bakgrunnen for betegnelsen selskapsgrupper, er fordi konsern-definisjonen

etter asl./asal. 1-4 jf. § 1-3 krever mor og datter-forhold registrert i Norge. Derav, er disse selskapsgruppene konsernlignende selskap etter norsk lovgivning.

Som følge av at selskapsgruppene har datterselskaper i ulike land, er selskapsgruppen også underlagt forskjellig lovgivning. For eksempel fikk Norwegians datterselskap i 2020 igjennom en gjeldsordning som følge av restrukturering etter Bankruptcy Law in the Republic of Ireland. US Bankruptcy Code, særlig Chapter 11, er et annet kjent lovverk som brukes mye i internasjonale restruktureringsprosesser. Vi har begrenset innholdet av dette i forskningsoppgaven til en kort sammenligning i delkapittel 6.3, og oppgaven er i sin helhet avgrenset til bare å omfatte norsk lovgivning.

Videre er en annen utfordring knyttet en internasjonal selskapsstruktur at selskapene i en restruktureringsprosess er avhengige av god støtte og tillit fra kreditorene. Gjelden er knyttet til selskapet og de enkelte fly, og er ikke begrenset av landegrenser. Selv om det foretas en rekonstruksjon med en eventuell tvangsakkord i ett land, kan man ikke uten videre fullbyrde akkordløsningen i andre land. For å kunne ha en fullverdig rekonstruksjon er derfor selskapet avhengig av godkjennelse på forespørsel om endring av krav hos kreditor.

I tillegg til overnevnte er det en avgrensning knyttet til aktørene i en restruktureringsprosess. Det vil særlig fokuseres på selskapsgruppen og selskapsgruppens ledelse, finansielle kreditorer (derunder leasing-kreditorer), aksjonærer og eksterne rådgivere. Her vil det være viktig å belyse hvilken rolle disse aktørene har ved en finansiell restrukturering.

Forskningsoppgaven fokuserer på finansiell restrukturering. Som en del av en finansiell restrukturering blir det også ofte foretatt en operasjonell restrukturering. For finne en finansiell løsning som er robust nok, innebærer dette ofte en vesentlig operasjonell restrukturering. Oppgaven er avgrenset mot dette. Videre er oppgaven også avgrenset mot oppkjøp, fisjoner og fusjoner.

2.0 Metode

Når forskningsspørsmålet er bestemt, er det avgjørende å finne en passende fremgangsmåte for å innhente datamaterialet som trengs (ndla.no, 2019). Valg av forskningsmetode og datainnsamling har dannet grunnlaget for vår forskningsoppgave.

Oppgaven vil presentere eksisterende teori knyttet til finansiell restrukturering, samt drøfte den nye lovgivningen som har tredd i kraft på bakgrunn av den økonomiske situasjonen mange bedrifter befinner seg i som følge av utbruddet av COVID-19. Forskningsmetoden baseres på juridisk metode, kvantitativ metode, samt en snever versjon av kvalitativ metode, som sammen danner grunnlaget for oppgavens teori og analyse.

2.1 Forskningsmetode

2.1.1 Juridisk metode

Forskningsoppgaven er delvis basert på juridisk metode. Juridisk metode er definert som læren om hvordan man skal gå frem for å løse rettsspørsmålet som oppstår i en tvist. Prinsippene for den rettslige argumentasjonen i tvisten er det vi kaller for rettskildesprinsipper. Rettskildelæren forteller oss hvordan en skal benytte rettskildene for å løse en juridisk tvist, der rettskildene er grunnlaget som benyttes for å trekke juridiske argumenter. Juridisk teori inkluderer en rekke rettskildedefaktorer, der lovtekst og forarbeider til disse er de mest tungtveiende.

Forskningsoppgaven baserer seg i størst grad på aksjelovene og midlertidig lov om rekonstruksjon, samt forarbeidene til disse. Forarbeider inkluderer i denne sammenheng utvalgsinnstillinger og proposisjoner til stortinget. I tillegg vil alternativer til den nye midlertidige loven om rekonstruksjon gjennomgå kort for å vise likheter og ulikheter mellom eksisterende norsk lovgivning og noe utenlandsk lovgivning. Relevant lovtekst i denne sammenheng er konkursloven og Chapter 11 of the US Bankruptcy Code.

I tillegg til lovtekst og forarbeider vil oppgaven i noe grad basere seg på rettspraksis og juridisk teori.

2.1.2 Kvalitativ metode

Forskningsspørsmålet er i all hovedsak besvart ved bruk av eksisterende litteratur, samt noe datainnsamling.

Innhenting av data skilles gjerne mellom kvantitativ og kvalitativ metode (Dalland, 2017). Den kvantitative forskningsmetoden er basert på strukturerte utspøringer, observasjoner og innholdsanalyser. Metoden inneholder gjerne nye statistisk og forskjellige databaser og stordata-undersøkelser (snl.no, 2020). Det sies av denne metoden ikke går i dybden dataen, og er gjerne på et mer overfladisk nivå sammenlignet med den kvalitative metoden.

Kvalitativ metode innebærer innhenting av data som “kan være deltakende observasjon, etnografi, ustrukturerte intervjuer, fokusgrupper eller kvalitativ innholdsanalyse (snl.no, 2020). Den kvalitative dataen går gjerne er i dybden på temaet det forskes på, der hovedhensikten er å innhente subjektiv data. Kvalitativ data kan deles inn i primærdata og sekundærdata, der den primære dataen er selvinnhentet data og sekundærdata er artikler og faglitteratur.

Vår oppgave består i all hovedsak av en kvalitativ metode i form av ustrukturerte intervjuer, samt kvalitativ innholdsanalyse av lovtekst. Dette er benyttet for å komme i dybden på temaet i vår forskningsoppgave, og danner grunnlaget for teorien. Vi har og benyttet kvantitativ metoden når vi har hentet frem og analysert regnskapstall fra de utvalgte selskapene og annen statistisk som er relevant for bransjen og forskningsoppgaven.

2.2 Datainnsamling

2.2.1 Primærdata

Planen vår var at primærdata skulle bli innhentet gjennom intervjuer med relevante objekter for temaet. Pandemien har gjort at vi har befunnet oss i en situasjon hvor det har vært vanskelig å kunne intervjuer noen som er, eller har vært ansatt i selskap som er aktuelle for forskningsoppgaven. Vår veileder har allikevel kunnet bistå gjennom ustrukturerte intervjuer på mange områder, som har blitt inkludert i

forskningsoppgaven. Ustrukturerte intervjuer ga supplerende informasjon til den eksisterende litteraturen på flere områder. På den måten har vi kunnet kvalitetssikre både sekundærdataen som har blitt benyttet, samt den supplerende informasjonen.

2.2.2 Sekundærdata

Sekundærdata som har blitt benyttet er faglitteratur, artikler og årsrapporter. Det er ved bruk av sekundærdata viktig å være kritisk, og nøye vurdere hvorvidt kildene innehar integritet og objektivitet. Den midlertidige loven om rekonstruksjon er et område det enda er lite forsket på, vi har derfor vært avhengig av artikler for å kunne se ulike synsvinkler av lovteksten.

For å kunne utføre analysene som er basert på kvantitative data, har det også vært avgjørende å bruke årsrapporter og kvartalsrapporter for de selskapsgruppene vi har valgt å analysere. Basert på aksjelovene skal disse rapportene være godkjent av en utenforstående revisor, som gir tallene integritet. Det kan allikevel foreligge systematiske feil, noe vi har tatt med i vurderingen av analysene.

3.0 Selskap- og kapitalstruktur

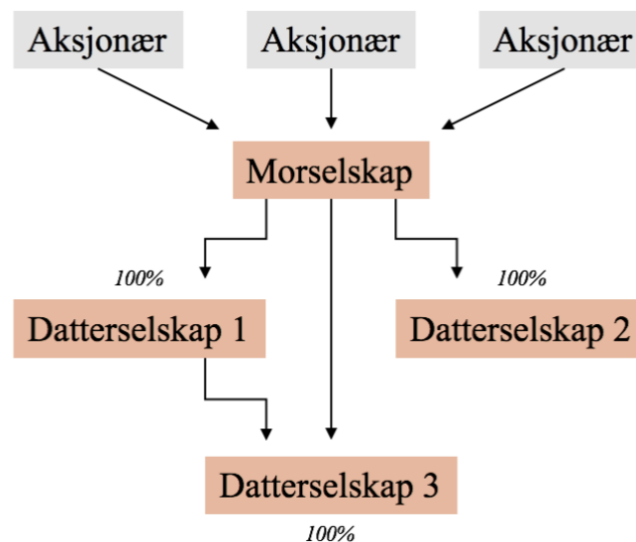
Rekonstruksjon innebærer en endring i selskaps- og kapitalstrukturen. For å kunne svare på forskningsspørsmålet, er det nødvendig å se på hva selskaps- og kapitalstruktur er bestående av. Selskapsgrupper kan være komplekse, og det vil derfor være relevant å se på hvordan en selskapsgruppe normalt er bygd opp og finansiert innenfor luftfartsnæringen.

3.1 Selskapsstruktur

Selskapsstrukturen forteller hvordan eierskapet og virksomheten til et selskap er organisert. I luftfartsnæringen finner man gjerne store konsern, som er en selskapsrettslig betegnelse for en sammenslutning av selvstendige selskaper til en økonomisk enhet. Et morselskap utgjør sammen med et eller flere datterselskaper et konsern, jf. aksjelovens § 1-3, 1. ledd. Et morselskap er et selskap som på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et

annet selskap, jf. asal. § 1-3, 2. ledd. Bestemmende innflytelse defineres i allmennaksjeloven som at selskapet eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene, eller har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre. Det er viktig å presisere at konserndefinisjonen i aksjelovene gjelder norske selskap. Luftfartsnæringen er preget av mange mor –og datterselskap som er registrert i ulike land. Dette gjør at disse selskapene defineres som konsernlignende selskap jf. asal § 8-7, 4. ledd, men vil herunder likevel omtales som konsern.

Aksjonærer utgjør morselskapets direkte eiere, og dermed datterselskapets indirekte eiere. I Figur 1 presenteres direkte- og indirekte eierskap.



Figur 1: Direkte- og indirekte eierskap

Ved en hensiktsmessig selskapsstruktur har man muligheten til å minimere og spre risiko over flere datterselskap. Norwegian består eksempelvis av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, og flere hel- og deleide datterselskaper. Valg av selskapsstruktur er også med på å redusere kostnader knyttet til skatt- og avgift, og gjøre beskatningen i konsernet optimal. Ved å være registrert i ulike land, er det ulik regulering som må følges. Selskap i luftfartsnæringen spesielt, har ofte egne bemanningsselskap som datterselskapene benytter for ruter som flys mye.

3.2 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur defineres som kombinasjonen av egenkapital og gjeld som brukes til å finansiere eiendelene i et selskap, og som på ulike måter kan påvirke verdiskapingen i selskapet (Stortinget, 2014). Gau og Wang sitt forskningsstadium fra 1990 forklarer valg av kapitalstruktur som en avveining mellom skattefordeler ved bruk av gjeld og behovet for å holde sin likviditetsposisjon. Kapitalstrukturen i en selskapsgruppe inneholder ulike typer kapitalkilder. Disse kildene er ofte egenkapital, sikret gjeld, obligasjonslån, og annen usikret gjeld. En problemstilling som ofte er tilfellet i luftfartsnæringen, er at næringen er preget av mange ulike kreditorer, også blant de ulike flyene. Det foreligger gjerne forskjellige avtaler, med ulikt eksponeringsgrunnlag. Avtalene har forskjellige tidsforløp og posisjoner. Dette fører til at man må gå inn i hvert enkelt objekt ved forhandling om rekonstruksjon, noe som kan skape store utfordringer. I luftfartsnæringen er det også særlig relevant å se på betydningen eksportfinansiering har, samt innvirkningen av leasing-avtaler.

3.2.1 Egenkapital

Selskapets egenkapital består av innskutt- og opptjent egenkapital. Den innskutte egenkapitalen omtales ofte som aksjekapitalen, og består av kapital aksjonærene har skutt inn i selskapet. For aksjonærene er dermed aksjekapitalen deres bidrag til kapitaliseringen av selskapet, også kalt deres risikokapital. Aksjekapitalen skal være fordelt på en eller flere aksjer som rettighetene som aksjeeier knytter seg til, jf. asal. § 3-1. Det fremgår av allmennaksjelovens kapittel 3 at aksjekapitalen er bundet egenkapital. Aksjekapitalen kan derfor ikke brukes til tilbakebetaling til aksjonærene, men kan ellers disponeres slik selskapet selv ønsker. Aksjekapitalens størrelse skal fremgå av både vedtektene, jf. asal. § 2-2, og i regnskapet.

Aksjelovene stiller krav til at selskaper må ha en forsvarlig egenkapital og likviditet til enhver tid, jf. asal. § 3-4. Egenkapitalen skal vurderes som forsvarlig ut ifra risikoen ved og omfanget av virksomheten, vanlig er det derfor å sammenligne med andre selskaper i samme bransje. Flyselskaper har generelt en lav egenkapitalandel, og vil derfor ikke kunne sammenlignes med selskaper i andre bransjer. Ved vurderingen er det selskapets reelle egenkapital som er avgjørende. Bakgrunnen for dette er at den

generelle egenkapitalen er et mer realistisk krav. Den balanseførte egenkapitalen kan være svært lav i et selskap som har en høy verdijustert egenkapital. Dette følger av de regnskapsprinsipper selskapet benytter. Kravet om forsvarlig egenkapital henger sammen med styrets handleplikt ved tap av egenkapital, jf. asal. § 3-5. Handleplikten går ut på at styret innen rimelig tid må innkalle generalforsamlingen og gi en redegjørelse om selskapets økonomiske stilling, dersom det antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig. Dersom egenkapitalen blir ansett som uforsvarlig etter § 3-4, må styret i tillegg foreslå tiltak egnet for å rette på dette. Dersom det ikke finnes grunnlag for å foreslå tiltak, skal styret isteden foreslå selskapet oppløst.

Ved uforsvarlig egenkapital er det mest nærliggende tiltaket å foreta tilførsel av ny kapital. Det finnes to former for kapitalforhøyelse; fondsemisjon og nytegning/(ny)emisjon. En fondsemisjon går ut på at man overfører midler fra selskapets frie egenkapital til aksjekapitalen, jf. asal. § 10-20. En fondsemisjon vil således redusere fri egenkapital, men ved å øke bunden kapital gir man økt kreditorbeskyttelse og økt kredittverdighet. Nytegning går ut på utstedelse av ytterligere aksjer, og vil derfor i motsetning til en fondsemisjon bringe friske penger inn i selskapet. Gjennomføring av en slik emisjon vil derfor styrke selskapets egenkapital og bedre finansiell fleksibilitet.

Prosessen ved en emisjon starter med styrets forslag, jf. asal. § 10-3. Deretter er det generalforsamlingen som må vedta kapitalforhøyelsen, jf. asal. § 10-2 (2). Vedtaket medfører en vedtektsendring og krever derfor tilslutning fra et flertall på 2/3, jf. asal. § 5-18.

Det finnes flere forskjellige typer emisjoner; fortrinnsrettet emisjon, rettet emisjon, «kriseemisjon», «reparasjonsemissjon». Aksjelovenes hovedregel er fortrinnsrettet emisjon, som vil si en emisjon rettet mot selskapets eksisterende eiere. Fordelen med en slik emisjon er at man beskytter de eksisterende aksjeeiernes eierandel mot utvanning.

En rettet emisjon er en emisjon der kun en utvalgt gruppe får anledning til å tegne seg. Gruppen kan bestå av eksisterende og/eller nye investorer. En rettet emisjon innebærer således en fravikelse av aksjeeiernes fortrinnsrett, eller en forskjellsbehandling av

aksjonærene. På grunn av dette må rettede emisjoner ha en saklig begrunnelse i selskapets interesse. Dette kan for eksempel være at det haster å få inn frisk kapital i selskapet eller at styret ser mulighet for å realisere nye verdiskapende prosjekter. Fravikelse fra fortrinnsrett og likebehandling av aksjonærene kan derfor sies å måtte sammenfalle med vinningsformålet. Dersom grunnlaget for en rettet emisjon ikke er i tråd med vinningsformålet vil det bestå et sterkt krav om likebehandling. Rabatten som gis i den rettede emisjonen, og utvanning av eksisterende aksjonærer, er også elementer i likebehandlingsvurderingen. Jo større rabatter som planlegges å gis i den rettede emisjonen, og jo mer utvanning som vil følge av emisjonen, jo større krav vil det stilles til selskapets begrunnelse for den rettede emisjonen. En rettet emisjon velges gjerne fordi den er enklere, billigere og raskere å gjennomføre, som følge av at det er færre formaliteter som må tas hensyn til. Bakgrunnen for dette er at det i mange situasjoner vil haste med kapitaltilskuddet. I en slik situasjon kan derfor selskapet først gjennomføre en rettet emisjon, også deretter en reparasjonsemisjon.

En kriseemisjon gjennomføres når selskapet har sterkt behov for å innhente ny kapital for å dekke inn underskudd eller andre oppståtte kostnader. En kriseemisjon er nesten alltid en rettet emisjon, men skjer som regel med kraftig rabatt fra markedsprisene. Emisjonskursen kan i et slikt tilfelle settes lavere enn de underliggende verdiene i selskapet, dersom dette er saklig begrunnet i selskapets interesse. Omstendighetene må derfor være preget av en presset likviditet hvor selskapet står uten andre finansieringsalternativer, for eksempel dersom selskapet står overfor betalingsforpliktelser som ikke mulig kan dekkes av kontantstrøm eller nytt lånopptak.

En reparasjonsemisjon har som formål å rette opp skjevheter som har oppstått på grunn av en rettet emisjon. Emisjonen gir aksjonærene som ble utelatt fra den rettede emisjonen muligheten til å tegne seg på samme vilkår som ble gitt ved den rettede emisjonen.

3.2.2 Sikret gjeld

Sikret gjeld er som oftest langsiktige finansieringskilder av et selskaps eiendeler. Slik gjeld er normalt finansiert av kredittinstitusjoner, og krever alltid pantesikkerhet i de

eiendeler som skal finansieres. Dette er en av hovedfinansieringskildene til de fleste næringer, også luftfartsnæringen. Alternativet til sikret gjeld, leasing, har imidlertid blir mer og mer vanlig. Sikret gjeld nedbetales av skyldneren gjennom renter og avdrag over den bestemte låneperioden. Panteobjektet vil kunne "holdes" helt til siste krone er betalt tilbake. Fordi det er et element av sikkerhet for långiver, er risikoen betraktelig lavere enn ved usikret gjeld. Lavere risiko gir mulighet for høyere lånerammer, lavere rentenivå og lenger nedbetalingstid. Det må allikevel fastslås at lånet ikke er risikofritt for långiver, selv om det er tatt sikkerhet i en eiendel. Dersom skyldneren begjæres konkurs, kan långiver risikere at eiendelen blant annet blir tvangssolgt til en lavere verdi enn antatt markedsverdi.

Som tidligere nevnt er egenkapitalen en kapitalkilde. Desto høyere egenkapitalgrad selskapet har, jo lavere er kreditorens risiko. Kredittinstitusjonene som utsteder finansiering, stiller alltid egenkapitalkrav til låntaker. Dette kravet vil variere ut ifra selskapsgruppe og bransje, og kan i luftfartsnæringen eksempelvis ligge på 10%. I luftfartsnæringen er det også en annen mulighet for å redusere långivers risiko, nemlig ved garantistillelse fra ECA'er. Slike institusjoner støtter sine nasjonale eksportbedrifter i konkurransen med andre lands eksportører. Støtten skjer på den måten at ECA'en garanterer for en del av kjøpers låneopptak i forbindelse med kjøpet. Den långivende banks risiko reduseres da vesentlig. Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK) er en slik aktør i Norge. Det må allikevel understrekes at Norge ikke produserer fly eller komponenter til fly, og GIEK er derfor ikke involvert i ECA'er for luftfartsnæringen.

Finansinstitusjoner som yter lån ønsker ofte å spre risiko, spesielt i skipsfart og luftfart, og dette gjøres gjerne ved å inngå en syndikatavtale. En syndikatavtale, eller syndikerte lån, innebærer at det er flere kreditorer på et og samme lån. Denne finansieringsmetoden er utbredt hvor store selskap er låntakere. Syndikerte lån er utstedt med flytende renter og er normalt sikret med pant. Lånene vil vanligvis ha prioritet foran usikret gjeld fordi de er sikret med pant (Norges Bank, 2014). Hovedlångiver i syndikerte lån betegnes som agent, og den som har ansvar for all kommunikasjon mellom partene. Syndikerte lån innebærer ofte at långiverne stiller ulike størrelser av lånebeløp til låntaker. Videre er det ved syndikatavtaler gjerne egne avtaler mellom långiverne (Loan Market Association, 2013). Disse avtalene inneholder gjerne

stemmerettskrav knyttet til endring av lånevilkår. Dette er med på å minimere risiko ved å inngå en syndikatavtale.

En annen måte långiver kan redusere risiko, er ved å ha krysspant i låntaker ulike eiendeler. Krysspant innebærer at ikke bare en eiendel pantsettes, men flere.

3.2.3 Obligasjonslån

Et obligasjonslån er en fremmedkapitalkilde, hvor innhentelse av kapital skjer ved utstedelse av obligasjoner. En obligasjon er et gjeldsbrev hvor den som utsteder obligasjonen er låntaker og den som eier obligasjonen er långiver. Ved kjøp av obligasjoner låner man i realiteten penger til selskapet mot betaling av forhåndsatte kupongrenter, og tilbakebetaling av hovedstolen. Det er i praksis mest vanlig at hovedstolen betales tilbake på obligasjonslånets forfallstidspunkt, men beløpet kan også betales tilbake i avdrag.

Obligasjoner er omsettelige verdipapirer og kan derfor selges videre til nye investorer. Obligasjonsmarkedet er et organisert marked for utstedelse og omsetning av obligasjoner (Norges bank, 2018). Markedet kan på samme måte som aksjemarkedet deles inn i et førstehåndsmarked og et annenhåndsmarked. De største utstederne i obligasjonsmarkedet er bedrifter og finansieringsinstitusjoner. Førstehåndsmarkedet består av aktører med langsiktige lånebehov som søker andre aktører som er interessert i langsiktig sparing. Noen av de største investorene i førstehåndsmarkedet er verdipapirfond, pensjonskasser, og banker. Annenhåndsmarkedet er der omsetning av obligasjoner foregår, og handelen kan foregå på ulike måter. For direkte handel mellom investorer er noterte obligasjoner tilgjengelige på Oslo Børs, men i praksis foregår det meste av handelen gjennom obligasjonsmeglere.

Obligasjonseiere tegner seg basert på et «term sheet», som er en oppsummering av hovedvilkårene i låneavtalen. I praksis er det Nordic Trustee som inngår avtalen med selskapet, i henhold til deres fullmakt fra obligasjonseierne. Nordic Trustee er en fellesrepresentant for obligasjonseiere, og har som hovedoppgave å ivareta obligasjonseierens interesser og rettigheter overfor låntaker. De fleste obligasjoner har

en løpetid på ett til ti år. Løpetiden bestemmes av låntakers behov for finansiering, men må også ta hensyn til hvor lenge investorer ønsker å plassere penger. Noen obligasjonslån inneholder en klausul om innløsningsrett, som innebærer at enten låntaker eller långiver har rett til å kreve at lånet innfris før opprinnelig forfall (Norges Bank, 2018).

Obligasjoner kan være enten sikrede- eller usikrede. Sikrede obligasjoner har fortrinnsrett til eller pant i låntakerens eiendeler, og vil således innebære mindre risiko for långiveren. Usikrede obligasjoner har ikke sikkerhet i låntakers eiendeler og innebærer derfor en større risiko for långiver. Risikoen knyttet til de forskjellige obligasjonene vil reflekteres i obligasjonens kupongrente. Eksempelvis vil en usikret obligasjon ha en høyere kupongrente enn sikrede obligasjoner, gitt at alt annet er likt.

Obligasjonslån kan også være konvertible eller ikke-konvertible. Et konvertibelt obligasjonslån innebærer at kreditoren på en senere tidspunkt kan konvertere obligasjonen til aksjer på avtalte vilkår. I praksis kan man si at et konvertibelt lån består av et lån og en opsjon. Frem til eventuell konvertering mottar kreditor renter som ved vanlige obligasjoner. Vanlig for disse obligasjonene er en lav rente. Når lånet forfaller, vil kreditor ha muligheten til å konvertere til aksjer istedenfor å få utbetalt pålydende. Adgangen reguleres i allmennaksjelovens § 11-1. Ved konvertering har man to muligheter, enten gjøre innskudd i penger eller motregne kravene. Innskudd i penger er relevant for de tilfellene hvor man kan skille konverteringsretten fra lånet, i praksis at man kan ta opsjonselementet ut som en tegningsrett og selge denne retten videre. Investoren som kjøper denne tegningsretten vil ikke være obligasjonseier, og har derfor ikke noe å motregne med. For å bruke tegningsretten vil investoren være nødt til å gjøre innskudd i penger.

Utstedelse av konvertible obligasjonslån krever godkjenning fra generalforsamlingen før utstedelse. Godkjennelse kreves fordi aksjekapitalen vil endres dersom konvertering gjennomføres. Konvertible obligasjoner innebærer mindre risiko for långiver, og vil vanligvis ha en lavere rente enn ikke-konvertible obligasjoner. Konvertible obligasjonslån kan derfor være nyttig for selskaper som ikke har nok midler til å betale høye renter.

Noen verdipapirfond har vedtekter som begrenser adgangen til å eie aksjer. Dette kan skape store problemer i en restrukturering når man skal konvertere aksjer. Grunnen til dette er at det finnes ulike typer investeringsfond. Blant disse finnes aksjefond og rentefond. Aksjefond er fond der minst 80% prosent av pengene er plassert i aksjer. Rentefond er fond som kun investerer i obligasjoner og rentebærende sertifikater. Problemet dukker opp dersom et rentefond har investert i et obligasjonslån, og det blir nødvendig med en rekonstruksjon der hele obligasjonslånet må konverteres til egenkapital. Her kan det finnes begrensinger hvor obligasjonseierne ikke har lov til å konvertere, og derfor må kjøpes ut på en annen måte.

3.2.4 Garantistillelse

Formålet med ECA'er er å stimulere nasjonalt næringsliv til økt internasjonal handel og eksport. Dette ved å garantere for lån, investeringer eller produktleveranser (Giek.no, u.å.). ECA'er tilbyr utenlandske redere en garanti, slik at når denne rederen skal låne penger i markedet, får de lånt penger billig. Dette fordi långivers risiko blir minimal for den garanterte delen av lånet. Garantisten tar så en garantiprovisjon. Garantiprovisjonen er fradragsberettiget som rentekostnad (Skatteetaten, u.å.). Denne provisjonen ligger gjerne på 1,5% til 2%.

De norske konsernene i luftfartsnæringen er intet unntak til slik finansiering. Disse konsernene får slik garantifinansiering gjennom ECA'ene iblant annet Frankrike og USA.

Regjeringen lanserte 19. Mars 2020 en lånegarantiordning for luftfarten på inntil 6 milliarder kroner for flyselskaper med norsk driftstillatelse som GIEK administrerer. 3 milliarder var rettet mot Norwegian, 1,5 milliarder kroner mot SAS og de resterende 1,5 milliarder kronene var rettet mot Widerøe og øvrige flyselskaper (Regjeringen, 2020).

3.2.5 Leasing

Leasing er i praksis en finansieringsform som kan ses som en mellomting mellom leie- og lånefinansiering. Tradisjonelt skiller man gjerne mellom operasjonell leasing og

finansiell leasing. Ved finansiell leasing vil leiebeløpene være beregnet ut ifra hele leasingselskapets investerte beløp. De bindende leiebetalingene dekker derfor hele anleggsmiddelets kjøpesum med tillegg av renter, og man kan i praksis se på transaksjonen mer som en lånefinansiering eller et kjøp, enn en vanlig leieavtale. Strukturen er normalt slik; etter at flyselskapet og flyprodusenten er enige om pris og andre omstendigheter, kobles leasingselskapet inn. Leasingselskapet blir den formelle kjøper av flyet og leaser det så ut til flyselskapet. Ved operasjonell leasing vil ikke leiebetalingene dekke kjøpesummen. Det forutsettes ved slik leasing at anleggsmidlet vil kunne selges eller leies ut på nytt etter leietidens utløp. Operasjonell leasing brukes derfor gjerne ved midlertidige behov.

Luftfartsnæringen er preget av en kapitalstruktur med en stor andel leasing-finansiering. Selskaper i luftfartsnæringen leier fly fra andre selskap i samme næring, eller egne leasingselskaper. Luftfartsnæringen deler gjerne leasing inn i to underkategorier; våtleasing og tørrleasing. Førstnevnte er avtaler som brukes med et kortsiktig perspektiv der utleier sørger for fly, mannskap, vedlikehold og forsikring, og leietaker betaler etter hvor mange timer operert. Tørrleasing er avtaler over en lengre periode der utleier anskaffer et fly uten mannskap med bakkepersonell. Ved denne formen for leasing får flyselskapet full risiko, fordi de forplikter seg til en leieperiode som nedbetaler hele kjøpesummen, samt renter. En avtale om tørrleasing varer gjerne oppover to år med flere reguleringer omkring regnskapsmessige avskrivninger, vedlikehold, og forsikringer.

Fra 2019 måtte selskaper regnskapsføre sine leasing-avtaler i balansen, som en konsekvens av at International Accounting Standard Board (IASB) innførte IFRS 16. Denne standarden måtte tas i bruk fra 1. januar 2019, og implementeringen av IFRS 16 påvirket så godt som alle norske IFRS-rapporterende selskaper, heriblant flyselskapene (PwC, 2016).

Før innføringen av IFRS ble en leieavtale regnskapsført som enten en operasjonell eller en finansiell leieavtale, dette skillet er det ikke lenger lagt opp til etter den nye standarden. Bakgrunnen for dette er at både en operasjonell og en finansiell leieavtale overfører bruksretten til en spesifikk eiendel over en spesifikk periode fra utleier til

leietaker. IFRS 16 er lagt opp slik at de fleste leieavtaler nå skal innregnes tilsvarende for hvordan finansielle leieavtalene ble behandlet etter IAS 17, de skal nå innregnes i balansen. Hovedregelen i IFRS 16 sier at det kun er identifiserte bruksretter og tilhørende forpliktelser som skal balanseføres, og åpner således for at ikke hele leieavtalen skal balanseføres. Avtaler som inneholder flere elementer skal splittes, og de ulike elementene skal vurderes separat.

Innlemmelse av alle leieavtalene i selskapets balanse vil føre til at verdien av det balanseførte anleggsmidler og leieforpliktelser vil øke. Selve bruksretten som følger av en leieavtale skal nå også innregnes som et anleggsmiddel i selskapets balanse, i følge med den leide eiendelen. Nåverdien av leieavtale regnes ved å neddiskontere leiebetalingene med enten den implisitte renten, eller med den marginale lånerenter dersom førstnevnte ikke er kjent. Endringen medfører følgelig at det skal beregnes avskrivninger på både bruksretten og rentene over utnyttbar levetid for de leide eiendelene. Utnyttbar levetid vil her tilsi det korteste av selve leieperioden og eiendelens økonomiske levetid.

Som følge av de nye reglene redefineres mange av de vanlige finansielle nøkkeltallene slik som gjeldsgrad og EBITDA, og selskaper blir samtidig i større grad sammenlignbare. For selskaper som leier en mengde kostbare eiendeler, slik som fly, vil IFRS 16 har en betydelig effekt på deres regnskapstall, og kanskje derfor også hvordan de i fremtiden velger å finansiere eiendeler. Endringene som skjer i regnskapet som følge av balanseføringen av låneavtalene kan i tillegg påvirke selskapers lånebetingelser, kredittratinger, lånekostnader og oppfatningen av selskapet. Tabell 1 er hentet fra PricewaterhouseCoopers (2016), og viser hvordan sentrale nøkkeltall var forventet å bli påvirket hos leietaker som følge av implementeringen av IFRS 16.

Nøkkeltall	Beregning	Effekt av IFRS
Gjeldsgrad	Gjeld / Egenkapital	Økning
EBIT	Resultat før renter og skatt	Økning
EBITDA	Resultat før renter, skatt og avskrivninger	Økning
Kontantstrøm fra drift		Økning
ROICE	(EBIT / EK) + finansielle forpliktelser	Avhengig av leieporteføljen
Netto rentebærende gjeld målt med EBITDA	NIBD / EBITDA	Avhengig av leieporteføljen

Tabell 1: Effekt av IFRS på Leietakers nøkkeltall

3.2.6 Kassekreditt

Kassekreditt er en finansieringskilde primært brukt for å dekke løpende kostnader og kortsiktig gjeld i driften, gjerne knyttet til den operasjonelle driften av selskapet eller uforutsette utgifter. Kassekreditt er en fleksibel kredittramme, og derfor en av de vanligste finansieringsformene for bedrifter (DNB, u.å.). Bedrifter får bevilget et bestemt lånebeløp ut ifra selskapets utgangspunkt og forutsetninger. Låneprosjektet vil i de fleste tilfeller være ett år, men med mulighet for å kunne fornyes til neste års drift. Det er vanlig at det må stilles sikkerhet for kassekreditten, gjerne ved pantssettelse av ulike verdipapirer eller kausjon (Debet, u.å.). Det er vanlig å stille sikkerhet i de eiendelene som kassekreditten skal finansiere, som for eksempel varelageret eller kundefordringer (Endre & Herdlevær, 2005, s. 93). Fordelen ved kassekreditt er at bedriften har tilgjengelig kreditt ved behov og en større fleksibilitet. Kassekreditt er således spesielt velegnet for bedrifter som har inntekter og utgifter på ulike tidspunkter (Visma, u.å.).

3.2.7 Annen usikret gjeld

Annen usikret gjeld er ofte knyttet til den operasjonelle driften av selskapet, særlig leverandørgjeld. For flyselskaper består leverandørgjelden i hovedsak av drivstoff og flyplass-avgifter. Leverandørgjeld er gjeld selskapet påtar seg når de kjøper varer eller tjenester på kreditt. Leverandørgjeld anses som kortsiktig gjeld hvor nedbetalingstiden kan være alt fra ti dager til noen måneder. Gjelden betales ned etter avtale med den enkelte leverandøren, og nedbetalingen av denne gjelden vil derfor variere.

Leverandører og andre driftskreditorer er i en usikker posisjon i en restrukturering, dette kommer av at de er usikre kreditorer som kan omfavnes av en rekonstruksjon med tvangsakkord. Det har likevel i praksis for frivillige rekonstruksjoner vært aksept for å holde disse kreditorene utenfor rekonstruksjonen. Dette for at virksomheten ikke skal berøres negativt gjennom prosessen (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

4.0 Veien mot rekonstruksjonsforhandlinger

4.1 Valg av Finansieringsstruktur

Valg av finansieringsstruktur har mye å si for hvor sannsynlig det er at selskapet vil bli insolvent. Sannsynligheten for at et selskap blir insolvent påvirkes i stor grad av selskapets gjeldsgrad, et selskap uten gjeld kan ikke bli insolvent. Ulempen med å ha gjeld i kapitalstrukturen er derfor at investeringen kan gå tapt dersom selskapet skulle ta opp mer gjeld enn de klarer å betjene, og slik bli insolvent og begjært konkurs. Likevel er det nesten ingen næringsvirksomhet som drives uten låneopptak, og i luftfartsnæringen hadde dette vært utenkelig. Høyere gjeld vil føre til høyere avkastning på egenkapitalen. Et selskap uten gjeld vil ikke kunne oppnå særlig avkastning på egenkapitalen, og derfor vil selskaper som har muligheten til å få lån, ta opp lån. Det finnes også mindre fordeler ved gjeld, som for eksempel skattefordeler. Når selskaper trenger mer kapital vil det også være av fordel for eksisterende aksjonærer at selskapet tar opp gjeld. På denne måten beholder de mer kontroll enn de ville gjort ved utstedelse av nye aksjer, da en emisjon ville ført til flere aksjonærer.

I loven finnes det ikke et generelt kvantitativt minstekrav for hvor mye egenkapital et allmennaksjeselskap må ha. Allmennaksjelovens § 3-4 sier at selskapet til enhver tid må ha forsvarlig egenkapital og likviditet, og dette legger opp til en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle. En egenkapitalprosent kan være uforsvarlig i et tilfelle, men forsvarlig i et annet. Det er derfor vanlig å se på normalen innenfor hver bransje. I HR-2016-1440-A ble det uttalt følgende om egenkapital vurderingen:

Avgjørende for vurderingen av om det foreligger underkapitalisering i vår sak er om det på tidspunkt (da selskapet påtok seg forpliktelsen) var grunnlag for et

realistisk håp om at selskapet kunne reise den kapitalen som var nødvendig for å dekke forpliktelsene etter avtalen. (avsn. 49)

Formuleringen til høyesterett kan tolkes som at en høy gjeldsgrad i seg selv ikke tilsier en uforsvarlig egenkapital. Forsvarlig egenkapital må derfor ses i sammenheng med risikoen og omfanget av virksomheten i selskapet.

4.2 Uforsvarlig egenkapital og mislighold av covenants

Det finnes flere situasjoner som vil føre et selskap i forhandling med kreditorene. Når selskapets egenkapital anslås å være lavere en forsvarlig har styret en handleplikt, jf. asal. § 3-5 (1). Styret skal straks behandle saken, og innen rimelig tid innkalle til generalforsamling. Ved generalforsamlingen skal styret gi deres redegjørelse for selskapets økonomiske stilling, og ved tilfellet at det antas at egenkapitalen er uforsvarlig må de også foreslå tiltak for å rette på situasjonen. Styrets handleplikt utløses også dersom egenkapitalen blir mindre enn halvparten av aksjekapitalen. Dersom det ikke er grunnlag for å foreslå rettende tiltak, skal styret foreslå selskapet oppløst, jf. andre ledd.

En annen situasjon som kan føre til forhandlinger med kreditorene er mislighold av covenants i selskapets låneavtaler. Covenants vil si ulike krav som må være oppfylt gjennom låneperioden. Kravene kan knytte seg til visse aktiviteter som må gjennomføres eller frastås, eller terskler som må opprettholdes. Typiske covenants er gjerne knyttet til krav om kontantstrøm, gjeldsgrad, begrensninger til opptak av ny gjeld, krav til kontantbeholdning, forbud mot vesentlige endringer i virksomheten, og utbytterestriksjoner. Dersom selskapet ikke klarer å overholde kravene er selskapet i mislighold av avtalen. Ved mislighold kan kreditoren si opp avtalen og kreve lånebeløpet betalt tilbake. Mer vanlig er det at selskapet går inn i restrukturering.

5.0 Restruktureringsprosessen etter rekonstruksjonsloven

Det skilles mellom rettslig og utenomrettslig restrukturering. Før den midlertidige loven om rekonstruksjon trådte i kraft kunne man ved en rettslig restrukturering i Norge enten

gjennomføre en gjeldsordning (frivillig akkord eller tvungen akkord), eller gjennomføre en konkurs/likvidasjon. Vi ønsker i denne forskningsoppgaven å se nærmere på sentrale aktører, de ulike veiene selskapet kan gå, og hva som i praksis oftest gjennomføres. På bakgrunn av pandemien og den nye midlertidige rekonstruksjonsloven som ble innført, ser vi det som mest naturlig at en rekonstruksjonsprosess etter rekonstruksjonsloven vil bli i hovedfokus.

5.1 Sentrale aktører

For å kunne forstå en restruktureringsprosess er det relevant å se på de sentrale aktørene og hvilken rolle disse har i prosessen.

5.1.1 Selskapets ledelse

Allmennaksjeloven setter krav til at et hvert allmennaksjeselskap skal ha både en daglig leder og et styret, jf. asal. §§ 6-1 (1) og 6-2 (1). Daglig leder står for den daglige ledelsen av selskapet, under styrets tilsyn og etter deres eventuelle retningslinjer, jf. asal. § 6-14. En av daglig leders oppgaver er å gi styret underretning om selskapets virksomhet og resultat, jf. asal. § 6-15.

Selskapets styret står for forvaltningen av selskapet og er det selskapsorganet som representerer selskapet utad, jf. §§ asal. 6-12 (1) og 6-30. Styret plikter å orientere seg om den økonomiske stillingen til selskapet, og har som tidligere nevnt en handlingsplikt ved uforsvarlig egenkapital. Styret plikter å opptre aktsomt for å kunne ivareta selskapsinteressen i utøvelsen av sine verv. Det kan over tid variere hva som vil utgjøre selskapsinteressen, og det vil i tillegg kunne avhenge av hvilken situasjon selskapet selv står i. Aktsomhetsplikten kan for eksempel skifte når selskapet nærmer seg en usikker situasjon hvor det blir risiko for at kreditorer ikke vil kunne dekkes fullt ut. I en slik situasjon vil aktsomhetsplikten til styret skifte fra å ivareta aksjeeiernes interesser til å ivareta kreditorenes interesser.

Når selskapet havner i en utfordrende situasjon hvor de ikke lenger klarer å betjene sine lån, vil oppfølging av daglig drift løftes fra daglig leder til styret (PwC, 2021).

Bakgrunnen for dette er at daglig ledelse ikke omfatter saker som er av «stor

betydning», jf. asal. § 6-14 (2). Det er videre styret som må vedta og fremsette en begjæring om rekonstruksjon (Norges domstoler, u.å.). Styret plikter å være åpne og informere om selskapets finansielle situasjon overfor deres kreditorer, spesielt dersom de fortsetter å handle på kreditt hos sine leverandører. Dersom selskapets kreditorer blir påført tap på grunn av at styret ikke har informert tilstrekkelig, eller unngått handleplikten, kan dette være ansvarsbetingende eller straffbart for styremedlemmene jf. asal. §§ 17-1 og 19-1 (1). Både kreditorer og aksjonærer kan rette et erstatningssøksmål mot styremedlemmene på bakgrunn av uaktsom utførelse av deres plikter.

5.1.2 Aksjonærene

Aksjonærene utgjør selskapets øverste myndighet gjennom generalforsamlingen, jf. asal. § 5-1 (1). Aksjonærene beholder sin rolle under rekonstruksjonsforhandlinger, ettersom selskapet beholder rådigheten over virksomheten. Dette vil si at generalforsamlingen beholder sin funksjon i selskapet. Bakgrunnen for dette ble utredet i Prop.75 L, der ble er drøftet rundt hvilke konsekvenser det ville hatt å skulle sette aksjonærene helt til side under en rekonstruksjon. Aksjonærene representerer, som eiere, en viktig del av selskapsinteressen. Formålet med rekonstruksjonsloven er at virksomheten skal kunne drives videre etter rekonstruksjonen, og i denne prosessen har aksjonærene en stor rolle å spille. Utrederen av proposisjonen ville i denne sammenheng peke på at et annet formål med å endre reglene er håpet om at flere selskaper vil velge å begjære rekonstruksjon fremfor konkurs. Det ble videre pekt på at risikoen ved å skulle sette eierne på sidelinjen er faren for at skyldneren vil unnlate å fremsette begjæring, og heller velge en utenomrettslig løsning hvor eierne fremdeles har kontroll. På bakgrunn av dette er det viktig at aksjonærene får spille en sentral rolle når det kommer til endringer av selskapskapitalen.

Rekonstruksjonsloven legger opp til at gjeldskonvertering kan være en del av rekonstruksjonsplanen. Dette er gjerne et viktig element av en rekonstruksjon, i tillegg til tilførsel av ny egenkapital. For at noen skal ville skyte inn ny egenkapital er det viktig å redusere gjelden i selskapet, og dette gjøres blant annet ved konvertering av gjeld til aksjer. Konvertering av gjeld til aksjer utgjør en kapitalforhøyelse, dette krever

at aksjonærene stemmer over forslaget, jf. asal. § 10-1. Tidligere har det vært nødvendig med et 2/3 flertall fra aksjonærene for å kunne gjennomføre en gjeldkonvertering, jf. asal. § 5-18 (1). Etter rekonstruksjonsloven holder det nå med at minst halvparten av aksjonærene stemmer for kapitalforhøyelsen, jf. rkl. § 35 (1). Det samme gjelder for andre endringer i aksjekapitalen, som for eksempel ved utstedelse av nye aksjer.

Til tross for at selskapets eksisterende aksjonærer får mindre makt som følge av det nedsatte stemmekravet etter rekonstruksjonsloven, er aksjonærene fremdeles viktig for en vellykket rekonstruksjon. Selskapet er fortsatt en juridisk enhet som krever tilslutning fra en stor del av aksjonærene på alle aksjekapitalsendringer. I tillegg er selskapets eksisterende aksjonærer en mulig kilde til frisk kapital, både i rekonstruksjonen og i fremtiden. I børsnoterte selskaper vil det også være en egenverdi i at de eksisterende aksjonærene forblir i selskapet fremfor at de selger seg ut. Dette er fordi flere aksjonærer vil skape større likviditet i aksjehandelen.

Dersom selskapet gjennom rekonstruksjonen konverterer gjeld til aksjer, kommer det nye aksjonærer inn. Disse aksjonærene kan for eksempel være leasingselskaper og banker, eller andre som ikke har noen interesse av å være aksjonærer i selskapet. På bakgrunn av dette kan konvertering føre til et stort salg av aksjer i ettertid, fordi de nye aksjonærene vil prøve å komme seg ut av selskapet forttest mulig. Konsekvensen av dette blir at selskapets markedsverdi svekkes som følge av at aksjekursen fort vil bevege seg nedover. På grunn av dette fenomenet vil de fleste selskaper i en slik situasjon benytte seg av en såkalt «lock-up-avtale». En lock-up-avtale er en kontrakt som forbyr personer å selge aksjene sine i selskapet innenfor en bestemt periode. Dette er et virkemiddel som forhindrer at aksjekursen blir ustabil i tiden rett etter konvertering. En lock-up-avtale kan også tas i bruk i for eksempel emisjoner, men er særlig viktig ved konvertering av gjeld på grunn av kreditorene som ikke ønsker å bli aksjonærer.

5.1.3 Kreditorene

5.1.3.1 Usikrede kreditorer

En rekonstruksjon ved tvangsakkord kan omfatte endringer i alle krav som «skriver seg fra tiden før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingen», jf. rkl. § 54. Unntak fra dette

omfatter fortrinnsberettigede krav, motregningsberettigede krav, og sikrede krav så langt sikkerheten dekker gjelden, Det vil si at en rekonstruksjon etter tvangsakkord i hovedsak vil omfatte endringer i kravene til de usikre kreditorene.

Rekonstruksjonsplanen som blir utarbeidet av skyldneren skal fremsettes for kreditorene, som er de som vedtar eller forkaster forslaget. Avgjørelsen tas ved én avstemning blant kreditorene. Stemmekravet ved vedtakelse av rekonstruksjonsplanen er flertall blant de stemmeberettigede kreditorene, jf. rkl. § 42. De stemmeberettigede kreditorene er de som vil bli berørt av forslaget. I rekonstruksjonslovens § 34 er det en særregel for gjeldskonvertering som sier at enhver kreditor som blir berørt må samtykke til en slik ordning. Fra dette finnes det igjen et unntak som gir retten tilgang til å beslutte at konvertering skal omfatte samtlige fordringshavere når den som har nektet «åpenbart ikke har rimelig grunn til dette», dersom «tungtveiende hensyn taler for det».

5.1.3.2 Sikrede kreditorer

Sikrede kreditorer omfattes ikke av en rekonstruksjon ved tvangsakkord. Derfor er det nødvendig at disse enten samarbeider ved en frivillig rekonstruksjon, eller at de under tvangsakkorden inngår private avtaler med skyldneren. Denne gruppen kreditorer sitter med sikkerhet i selskapets eiendeler, men kan ikke etter åpning av forhandlingene ta utlegg eller gjennomføre tvangsdekning i skyldnerens eiendeler uten rekonstruktørens samtykke, jf. rkl. § 18 (1) og (2). På denne måten mister de sikrede kreditorene mye av den forhandlingsmakten de ville hatt ved en utenomrettslig rekonstruksjon.

En sikret kreditor er bare helt beskyttet mot tvangsakkord dersom verdien av deres panteobjekt er likt, eller høyere, enn selve pantekravet, jf. rkl. § 36. Dersom verdien på pantekravet overskyter verdien på panteobjektet vil det resterende av kravet bli ansett som et usikret krav, og vil derfor kunne omfattes av tvangsakkorden.

Rekonstruksjonutvalget vurderer om et pantesikret krav skal anses som helt eller delvis sikret. Dersom pantehaveren er uenig med verdivurderingen kan pantehaveren bringe verdsettelsen inn for retten (Ellingsæter & Meling, 2020).

5.1.4 Eksterne rådgivere

Ifølge Norsk Restruktureringsforum (2018) avhenger valget om å engasjere eksterne rådgivere eller ikke på situasjonens kompleksitet og kapasitet. Eksterne rådgivere kan bistå på flere forskjellige felt i en rekonstruksjon, blant annet med juridisk, finansiell, industriell, kommersiell og operasjonell rådgivning. På grunn av deres dype kompetanse innenfor deres respektive felt vil en rådgiver kunne bidra både i forhandlingene og i utarbeidelsen av rekonstruksjonsplanen.

5.2 Prioritering av ulike interesser

Etter det alminnelige formuerettslige prinsippet bærer hver part risikoen for sine egne forutsetninger. Styrets fremste plikt er å ivareta selskapsinteressen. Hva som ligger i selskapsinteressen ble utredet for av høyesterett i HR-2018-570-A:

Selskapsinteressen er et mindre entydig begrep. Et selskap skal naturligvis ivareta aksjonærinteressen, men har også ansvar for de ansatte, for selskapets medkontrahenter og kreditorer, og for oppfyllelse av andre forpliktelser det måtte ha overfor omgivelsene og samfunnet for øvrig. Dermed kan det være en del av selskapsinteressen å sikre selskapets videre drift. (avsn. 41)

I denne oppgaven bruker vi selskapsinteressen som et snevrere begrep som er nærmere knyttet opp mot aksjonærinteressen. Bakgrunnen for dette er at under en rekonstruksjon vil aksjonærinteressen og interessen til selskapet om egen enhet ha stort samsvar. Av økonomisk teori følger det at aksjonærene står nederst på prioriteringslisten dersom selskapet skulle havne i økonomiske problemer. Aksjeeiere har derfor alt å vinne på at en rekonstruksjon blir suksessfull, og vil trolig ikke stå igjen med noe dersom selskapet går inn i konkursbehandling. Oppgaven vil derfor skille kreditorinteressen og selskapsinteressen sett som et motsetningsforhold.

Det formuerettslige prinsippet om at hver part bærer sin risiko blir modifisert av aksjelovene. Et av momentene for denne modifikasjonen er at aksjeeiere i utgangspunkt har begrenset heftelse, og vil ikke kunne være ansvarlige for selskapsgjelden ut over det beløpet som de har tegnet eller kjøpt aksjer for, jf. asal. § 1-2. Dette henviser indirekte

kreditorene om at de må søke dekning for sine krav i selskapskapitalen. I utgangspunktet har følgelig ikke selskapet et stort incentiv til å beskytte kreditorinteressen. Dette er imidlertid tatt grep i ved å gi styremedlemmene et personlig incentiv, ved å gjøre de erstatningsansvarlige ved brudd av for eksempel handleplikten. Erstatningsansvaret er ifølge allmennaksjelovens forarbeider ment til å motivere styret til å ivareta også kreditorenes interesser på en tilfredsstillende måte. Styret står derfor hele tiden i en avveining, og må balansere plikten overfor selskapsinteressen og plikten de har til kreditorene.

Etter åpning av rekonstruksjon kan det se ut til at selskapsinteressen og videre drift for selskapet blir satt på prioritet over kreditorene. Dette kommer blant annet frem ved at selskapet under forhandlingene er beskyttet mot enkeltforfølgning av kreditorene. Muligheten til å ta opp lån på superprioritet setter også eksisterende kreditorer i en dårligere posisjon, ved at andre får prioritet overfor dem. Rekonstruksjon åpner også for forskjellsbehandling av kreditorene, og legger opp til at kun halvparten av de kreditorene som omfattes av tiltakene må stemme for rekonstruksjonsplanen. Kravet for minimumsdividende har også falt bort ved innføring av den nye rekonstruksjonsloven. Alle disse momentene gjør det enklere for virksomheten å kunne gjennomføre en suksessfull rekonstruksjon, og fremmer slik selskapsinteressen. Å gi selskapet større sjans for videre drift kan likevel også ses som positivt for kreditorene, avhengig av hva slags krav de har på skyldneren, og i hvor stor grad kravet deres ble påvirket av rekonstruksjonen.

Aksjonærenes makt og innflytelse har likevel også blitt minsket ved innføring av rekonstruksjonsloven. Ved gjeldskonvertering kreves det nå bare 50% tilslutning av aksjonærene for å gjennomføre konvertering. Tidligere var dette kravet 66%. Dette bidrar til at kreditorene får tilsvarende større innflytelse, som gjør det lettere å få vedtatt et rekonstruksjonsforslag.

5.3 Bakgrunn, formål og virkemiddel

Rekonstruksjonsloven ble hastevedtatt i mai 2020 som en midlertidig lov. Formålet med denne loven var å «reduere risikoen for unødige konkurser i levedyktige virksomheter

som er rammet av en akutt svikt i inntektene som følge av utbruddet [av covid-19]» (Innst. 244 L (2019–2020), s. 1 venstre spalte). Loven gir gjeldstynge selskaper tilgang til rekonstruksjonsforhandlinger ved å muliggjøre betalingsutsettelse og/eller gjeldsreduksjon uten støtte fra samtlige kreditorer ved at kreditorrettighetene blir midlertidig satt ut av kraft.

Rekonstruksjon er et godt innarbeidet begrep for slike forhandlinger i andre nordiske land. Valget av terminologien «rekonstruksjon» fremfor «gjeldsforhandling» har vært bevisst for «å understreke at det er tale om en nødvendig omlegging av virksomheten og måten den drives på, hvor en sanering av gjelden bare er en del av løsningen» (Prop. 75 L (2019-2020)). Rekonstruksjonsloven er likevel på flere områder bygd opp etter de samme prinsippene man finner i reglene som omfatter gjeldsforhandling. Det fremkommer videre i proposisjonen at den midlertidige loven om rekonstruksjon vil erstatte reglene om gjeldsforhandling så lenge den er i kraft. Det er også lagt ned at man på sikt vil utrede permanente regler om rekonstruksjon ved å videreutvikle og bygge på de midlertidige løsningene.

5.4 Vilkår for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger

Rekonstruksjonsforhandlinger kan åpnes enten etter begjæring fra skyldneren eller begjæring fra kreditor, jf. rkl. § 2. Dette er en utvidet adgang av vilkårene fra gjeldsforhandlinger etter konkursloven, som bare kan åpnes etter begjæring fra skyldneren.

For at rekonstruksjonsforhandlinger skal åpnes ved begjæring fra skyldneren er vilkåret at skyldneren «har eller i overskuelig fremtid vil få alvorlige økonomiske problemer», jf. Rkl § 2. Utformingen av vilkåret gir skyldneren mulighet til å sette i gang prosessen før selskapet er tømt for midler, noe som kan være til stor fordel. Åpning av rekonstruksjonsforhandlinger på et tidligere tidspunkt gir selskapet større mulighet til å kunne dekke de løpende utgiftene under prosessen, men også muligheten til å kunne finansiere selve rekonstruksjonsprosessen. Sannsynligheten for konkurs som endelig resultat vil også reduseres jo tidligere skyldnere får begjære rekonstruksjon. Etter lovens forarbeider er vilkåret oppfylt enten ved at «skyldneren om ett til to år vil bli illikvid

dersom gjelden ikke blir reforhandlet», eller at «skyldneren er kommet i en situasjon hvor en kontraktmessig forpliktelse som en langvarig leieavtale eller leveranseavtale, på grunn av vesentlige konjunkturrendringer er blitt så tyngende at den innen overskuelig fremtid vil knekke driften". Forarbeidene legger således opp til at selskap kan begjære rekonstruksjonsforhandlinger på et tidlig tidspunkt dersom de ser at selskapet ikke kommer til å klare å betjene sin gjeld i nær fremtid. Uttalelsene i forarbeidene tyder på at tanken ved formuleringen var å gi en lavere terskel for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger, enn det den har vært for gjeldsforhandlinger.

Etter begjæring fra kreditor er vilkåret for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger at skyldneren er illikvid, og dermed «ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller», jf. rkl § 2. Bestemmelsens formulering gir kreditor en høyere terskel for å kunne begjære rekonstruksjonsforhandlinger, da det foreligger et krav om at de må påvise at skyldneren er illikvid (Ellingsæter & Meling, 2020). Da loven er ny er det vanskelig å si noe om skyldneren må være illikvid på tidspunktet begjæringen blir fremsatt, eller om det er rom for en fremtidsvurdering. Konkurslovens § 61 har et liknede krav om illikviditet. Her er kravet om illikviditet ikke et krav om at skyldneren er ute av stand til å betale sin gjeld som har forfalt på vurderingstidspunktet, men heller en fremtidsorientert vurdering av skyldnerens betalingsevne. Det finnes i tillegg en bestemmelse som gjør åpning av rekonstruksjonsforhandlinger vanskeligere å vinne frem med for en kreditor. Lovens § 5 første ledd gir skyldneren er rett til å motsette seg, og således sperre, kreditors begjæring (Ellingsæter & Meling, 2020).

5.5 Virkningene av åpning av rekonstruksjonsforhandling

Ved åpning av forhandlinger vil retten oppnevne en rekonstruktør, og som hovedregel et kreditorutvalg, jf. rkl § 8. Rekonstruktør skal være en advokat som har erfaring fra insolvensbehandling, og kreditorutvalget skal bestå av 1-3 medlemmer. Sammen vil disse utgjøre rekonstruksjonutvalget, som vil føre tilsyn med skyldneren, jf. rkl. § 15. Rekonstruksjonutvalget skal både bistå skyldneren under forhandlingene om rekonstruksjon, og ivareta fordringshaveres felles interesser. I den utstrekning det er mulig og forenlig med valgets primære oppgaver skal rekonstruksjonutvalget også ivareta interessene til berørte arbeidstakere og særlige samfunnsinteresser, jf. rkl. § 8

annet ledd. Retten vil som hovedregel også oppnevne en borevisor som vil ha som oppgave å foreta revisjon av selskapets regnskaper og forretningsførsel, jf. rkl. § 12.

I utgangspunktet vil skyldneren beholde rådigheten over virksomheten under forhandlingene, jf. rkl. § 15 (1). Dette vil si at generalforsamlingen, styret og selskapets daglige leder vil beholde sine oppgaver, og vil kunne disponere over selskapets eiendeler og pådra forpliktelser i den utstrekning de hadde mulighet til dette før åpning av rekonstruksjonsforhandlingene. Det finnes likevel et unntak fra dette utgangspunktet i paragrafens annet ledd som sier at "Skyldneren må ikke uten kreditorutvalgets tillatelse stifte eller fornye gjeld, foreta pantsettelse eller avhende eller leie bort sin faste eiendom, sine forretningslokaler eller noen formuesgjenstander av vesentlig betydning".

Etter forhandlingene er blitt åpnet skal skyldneren utforme et forslag for rekonstruksjon. Rekonstruktøren har som tidligere nevnt i oppgave å bistå skyldneren i utformingen av rekonstruksjonsplanen, men skal også bistå selskapet med å kartlegge deres eiendeler og forpliktelser. I løpet av de fire første ukene etter åpning av rekonstruksjonsforhandlingene skal det som hovedregel holdes et fordringshavermøte, hvor formålet er å sondere en løsning som kreditorene kan stille seg bak. På fordringshavermøte skal derfor skyldnerens utkast til rekonstruksjonsplan presenteres, og fordringshaverne skal gis muligheten til å komme med tilbakemeldinger. Retten kan likevel bestemme at fordringshavermøte ikke skal avholdes, jf. rkl. § 22. Dersom utkastet til rekonstruksjon har lovende utsikter etter rekonstruksjonsutvalgets formening, skal utvalget bistå skyldneren med å utarbeide den endelige rekonstruksjonsplanen etter at et eventuelt fordringshavermøte er avholdt.

Da den endelige planen for rekonstruksjon er utarbeidet skal dette forslaget sendes til fordringshaverne for en avstemming. Før avstemningen skal rekonstruktøren gi sin redegjørelse av forslaget. Dersom borevisor har blitt oppnevnt skal også revisors innberetning vedlegges rekonstruktørens redegjørelse (Ellingsæter & Meling, 2020). Kreditorenes avstemning skal skje skriftlig, og det er rekonstruktøren som avgir avstemningsfristen. Fristen kan likevel ikke være kortere enn to uker, jf. rkl. § 39 første ledd. Ved stadfestelse av tvangsakkord skal rekonstruksjonsplanen sendes til retten

dersom forslaget får tilstrekkelig støtte fra kreditorene. I et slikt tilfellet er retten som tar endelig beslutning om hvorvidt rekonstruksjon skal stadfestes.

5.6 De to sporene for vedtakelse av rekonstruksjon

5.6.1 Frivilling rekonstruksjon

En frivillig rekonstruksjon forutsetter i utgangspunktet samtykke fra alle kreditorene som blir berørt. For utenom samtykkekravet er det få krav eller begrensninger på hva en frivillig rekonstruksjon kan gå ut på. Dersom selskapet har enstemmighet om rekonstruksjon, vil det i mange situasjoner være like greit å restrukturere selskapet uten å gå veien om rekonstruksjonsloven (Ellingsæter & Meling, 2020).

5.6.2 Rekonstruksjon med tvangsakkord

Rekonstruksjon ved tvangsakkord vil som tidligere nevnt stadfestes av retten. Tvangsakkord gjør det mulig for endringer i kreditorenes krav uten deres samtykke, og på grunn av dette inneholder rekonstruksjonsloven begrensninger på hva som kan vedtas. I tillegg skal retten kontrollere rimeligheten av inngrepene i kreditorenes krav før akkorden stadfestes, jf. rkl. § 47. Dersom retten finner tiltakene urimelige kan de nekte vedtakelse av akkorden. Det er skyldneren sin situasjon og framtidsutsikter som avgjør hvor store tiltak som må til. I tillegg til rimelighetskravet skal retten av eget tiltak kontrollere at vilkårene etter loven er oppfylt (Ellingsæter & Meling, 2020).

Hovedregelen er at tvangsakkorden kan omfatte alle de krav som «skriver seg fra tiden før åpning av rekonstruksjonsforhandlingen», jf. rkl. § 54. Fra dette gjelder det viktige unntak for sikrede krav, fortrinnsberettigede krav og motregningskrav, som vil si at i praksis er det kun alminnelige usikrede krav og etterstilte krav som faktisk kan skrives ned under tvangsakkord. Mulige tiltak som kan gjøres ved tvangsakkord finnes i rekonstruksjonslovens § 34, disse tiltakene drøftes i delkapittel 5.8.2. Når retten har stadfestet en akkord blir denne bindende for alle de omfattede kreditorene, jf. rkl. § 54.

5.7 Likviditet under forhandlingene

Skyldneren er avhengig av å ha tilgang likviditet for å kunne finansiere rekonstruksjonsforhandlingene, og for å gjennomføre selve prosessen. Det er derfor

problematisk at selskaper ofte allerede er i en anstrengt situasjon, og at tilgang på likviditet i de fleste situasjoner er en av årsakene til at skyldneren velger å begjære rekonstruksjonsforhandlinger. I tillegg vil tilgangen på likviditet generelt bli ytterligere smalere når rekonstruksjonsforhandlingene begynner. For eksempel kan det tenkes at tilgangen til å bruke kreditt stenges igjen, enten kassakreditten fra banker eller at leverandørene ikke lenger lar skyldneren handle på kreditt uten sikkerhet. Rekonstruksjonsloven inneholder derfor bestemmelser som kan hjelpe skyldneren med å ivareta likviditet under prosessen.

5.7.1 Begrensingen av gjeldsforfølgning

Rekonstruksjonsloven legger til rette for at skyldneren skal kunne prioritere å bruke sin ledige likviditet til å holde virksomheten i gang under forhandlingene. I lovens § 17 settes det begrensninger på adgangen til å begjære skyldneren konkurs, og bestemmelsen begrenser på denne måten kreditorenes mulighet til å tvinge gjennom betaling med trussel om konkursbegjæring. I tillegg settes det en stopp for at utlegg kan tas i skyldnerens eiendeler, jf. rkl. § 18 (1). Lovens bestemmelser vil ha tilsvarende funksjon mot sikrede kreditorer, ved å ta vekk muligheten til å presse frem betaling fra skyldneren. Tvangsdekning i skyldnerens eiendeler etter tvangsfullbyrdsloven kapittel 8-12 kan heller ikke gjennomføres, uten rekonstruktørens samtykke, jf. rkl. § 18 (2). Dette innebærer at tvangssalg av for eksempel eiendom eller løsøre ikke kan gjennomføres. En slik bestemmelse er viktig for at selskapet skal kunne fortsette sin virksomhet under forhandlingene uten fare for å miste kritiske driftsmidler.

5.7.2 Tilførsel av ny kapital

Innhentelse av ny kapital under forhandlingene kan være problematisk fordi det vil være vanskelig å finne noen som er villige til å tegne aksjer eller yte usikre lån til selskaper med alvorlige økonomiske problemer. Det andre problematiske momentet er at vedtakelse av en rekonstruksjon er forutsetningen for videre drift under forhandlingene, mens forutsetningen for videre drift er at en rekonstruksjon er på plass.

En mulighet selskaper har er å ta opp et sikret lån ved å tilby långivere pantestikkerhet. Forutsetningen for å kunne gjøre dette er at skyldneren har eiendeler som er ubeheftede

og som kan pantsettes. I de fleste tilfeller vil ikke denne forutsetningen være tilstede, fordi eiendelene som regel allerede vil ha blitt pantsatt i prosessen frem mot begjæring.

For å gi selskaper muligheten til å kunne finansiere videre drift under rekonstruksjonsforhandlinger har loven fått to nye bestemmelser som gir selskaper mulighet til å ta opp lån med såkalt superprioritet. Dette innebærer at selskapet kan ta opp et nytt lån som vil få prioritet foran de eksisterende, sikrede kreditorene. Bestemmelsene finner vi i rekonstruksjonslovens § 19 og pantelovens nye § 6-5.

Rekonstruksjonslovens § 19 omhandler lån med superprioritet, og innebærer driftstilbehør-, varelager- og factoringpant med prioritet foran eksisterende panthavere. Vilåret er at det er et «lån til finansiering av drift av virksomheten under rekonstruksjonsforhandling, og til finansiering av selve rekonstruksjonsforhandlingen». Det finnes ingen kvantitativ grense i loven for hvor stort beløp som kan sikre, men lånoptaket er betinget av samtykke fra rekonstruksjonutvalget. Lånet kan derimot inngås uten samtykke fra de eksisterende panthaverne. Rekonstruksjonutvalget skal ta sin endelig beslutning på dette etter at skyldneren har fremlagt et budsjett for driften som viser hvorfor det er behov for lånet. Loven må trolig forstås slik at rekonstruksjonutvalget bare kan samtykke til nødvendige låneopptak, selv om dette ikke fremgår direkte fra lovteksten (Ellingsæter & Meling, 2020). Det er i tillegg grunner som taler for at samtykke fra rekonstruksjonutvalget burde være betinget av at de anser at forhandlingene med rimelig grunn vil kunne lykkes (Ellingsæter & Meling, 2020).

Dersom rekonstruksjonsvalget skulle godkjenne lånoptaket på superprioritet etter rekonstruksjonslovens § 19, er det fortsatt mulighet for at retten kan omgjøre dette samtykket. De eksisterende panthaverne har mulighet til å begjære at retten omgjør samtykket gjort av rekonstruksjonutvalget, jf. § 19 annet ledd femte punktum. Retten kan videre nekte skyldneren i lånoptaket dersom de mener at eksisterende panthavers sikkerhet blir «vesentlig forringet» eller dersom de finner at selskapet ikke har behov for lånoptaket. Vilåret om «vesentlig forringelse» tyder til at de eksisterende panthaverne må tolerere et visst tap (Ellingsæter & Meling, 2020).

Pantelovens § 6-5 supplerer rekonstruksjonslovens § 19, da denne bestemmelsen ikke begrenser seg til driftstilbehør-, varelager- eller factoringpant. Bestemmelse innebærer at långivere som yter lån til finansiering under rekonstruksjonsforhandling etter § 19 får lovbestemt pant i «ethvert formuesgode beheftet med pant», og som «tilhører skyldneren på tidspunktet da rekonstruksjonsforhandling ble åpnet», dersom det «kan være gjenstand for utlegg eller konkursbeslag». Til forskjell fra rekonstruksjonslovens § 19 inneholder bestemmelsen en kvantitativ grense for hvor store beløp som kan sikres. Det lovbestemte pantet vil være begrenset til fem prosent av formuesgodets verdi, maksimalt 700 ganger rettsgebyret. Panteretten etter § 6-5 vil ha prioritet foran annet lovbestemt pant, aller andre heftelser i formuesgodet.

5.8 Rekonstruksjonens inngrep

5.8.1 Frivillig rekonstruksjon

Ved en frivillig rekonstruksjon er det i praksis ingen grenser for hvilke endringer skyldneren kan gjennomføre, med den forutsetning om at berørte kreditorer eller aksjonærer samtykker til inngrepene. Rekonstruksjonslovens § 27 setter frem en rekke eksempler på hvilke inngrep skyldneren kan gjøre i sine gjeldsforpliktelser, men dette er ikke en uttømmende liste.

5.8.2 Rekonstruksjon ved tvangsakkord

Rekonstruksjonslovens § 34 angir en uttømmende liste over hvilke inngrep som kan gjennomføres ved en tvangsakkord. Vi vil nå gå gjennom lovens oppførte tiltak.

5.8.2.1 Betalingsutsettelse (Tvungen moratorium)

En betalingsutsettelse går ut på at forfallstidspunktet på et eller flere kreditorkrav blir utsatt til et senere tidspunkt. I noen tilfeller kan også skyldneren bli fritatt for renter under utsettelsesperioden. En betalingsutsettelse kan være tilstrekkelig hjelp for noen selskaper, men for spesielt kriserammede selskaper vil ikke en utsettelse alene være en god nok løsning. En betalingsutsettelse kan være gunstig for selskaper som opplever og ikke ha tilstrekkelig inntjening for å betjene gjelden umiddelbart, men som forventer en forbedring i likviditeten i fremtiden. For selskaper med varige likviditetsproblemer vil trolig en betalingsutsettelse ikke alene være et godt nok tiltak. Dette er fordi skyldneren

sannsynligvis ikke vil være i stand til å betale ved det utsatte forfallstidspunktet heller. I slike tilfeller vil det være nødvendig å se på andre tiltak, eventuelt i kombinasjon med en betalingsutsettelse.

Betalingsutsettelse er som regel det foretrukne tiltaket for banker. Fordelen ved betalingsutsettelse for kreditor er at de beholder kravene. Ulempen med betalingsutsettelse er at kreditor får betaling for kravene sine på et senere tidspunkt enn hva som var avtalt. Kreditor bærer også en risiko for at skyldnerens betjeningsevne over perioden utvikler seg i strid med de forventningene som sto til grunn for betalingsutsettelsen.

5.8.2.2 Prosentvis reduksjon av gjelden (Alminnelig tvangsakkord)

Dersom en skyldner opplever varige betjeningproblemer vil en prosentvis reduksjon av gjelden være et bedre inngrep enn en betalingsutsettelse. Problemet med en slik løsning er at kan være vanskelig å oppnå tilstrekkelig støtte blant kreditorene for å få gjennom forslaget. Dette er fordi tiltaket innebærer at kreditorene permanent må gi avkall på en del av kravene sine.

Sannsynligheten for hvorvidt tiltaket vil få tilslutning fra kreditorene avhenger av hvilken verdi kreditorene vil sitte igjen med etter en konkurs kontra en reduksjon i kravet. Det er ikke selvsagt at en kreditor vil anse en reduksjon av gjelden som et dårligere alternativ enn konkurs. Det kreditorene ser på er derfor om nåverdien av fordringene de berørte kreditorene vil sitte igjen med etter tvangsakkorden vil overstige nåverdien av de dividendebetalingene de ville mottatt i en eventuell konkurs (Ellingsæter & Meling, 2020).

5.8.2.3 Konvertering av gjeld til egenkapital (Tvangsakkord ved konvertering)

Konvertering av gjeld til egenkapital innebærer utstedelse av aksjer, hvor kreditorens krav gjøres opp mot kravet for innskudd, jf. asal. § 10-2. Dette innebærer med andre ord at gjelden bli redusert og at kreditoren mottar aksjer, men det kommer ingen friske penger inn i selskapet. Konvertering av gjeld til egenkapital er et av de vanligste tiltakene for bedrifter å gjennomføre ved en restrukturering, og vil i de fleste tilfeller

være praktisk helt nødvendig. Avgjørende for at gjeldskonverteringen skal kunne finne sted er at selskapet og de gjeldene kreditorene er enige om at innskuddet skal kunne gjøres opp ved motregning i gjeldskravet. Videre er det også viktig at de kommer til enighet om en konverteringskurs begge parter kan gå med på.

Konvertering innebærer for selskapet en kapitalforhøyelse. Det er styrets oppgave å utarbeide og fremsette forslaget om kapitalforhøyelsen til generalforsamlingen. I dette forslaget må forslaget om motregning være inkludert. Siden selskapers aksjekapital er vedtektsfestede, vil forhøyelsen av aksjekapitalen også innebære en endring av vedtektene. Forlag om endring av vedtektene må derfor også foreligge i styrets forslag til generalforsamlingen. For at konvertering skal kunne gjennomføres må det også uttrykkelig fremkomme av generalforsamlingsbeslutningen at aksjeinnskuddet skal kunne gjøres opp ved motregning.

Det fremgår av Prop. 75 L (2019–2020) s. 50 at departementet er opptatt av at konvertering av gjeld som skjer som ledd i rekonstruksjon også må følge aksjelovenes alminnelige regler. Noe som likevel avviker fra aksjelovenes bestemmelser, er flertallskravet fra generalforsamlingen når det gjelder beslutninger som treffes i forbindelse med rekonstruksjon av selskapet. Det fremgår av rekonstruksjonslovens § 35 at et simpelt flertall med tilslutning fra minst halvparten av stemmene så vell som representert aksjekapital vil være tilstrekkelig for beslutninger om kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse og utstedelse av finansielle instrumenter. Begrunnelsen for det lettede flertallskravet er at en lite mindretall av aksjeeiere ikke skal kunne blokkere en beslutning som kan legge til rette for videre drift der alternativet er konkurs (Prop. 75 L (2019-2020)).

Et viktig forhandlingspunkt ved konvertering av gjeld er konverteringskursen. Konverteringskursen må settes etter en nøye vurdering av selskapets posisjon. En veldig lav konverteringskurs vil være fordelaktig for selskapets kreditorer, dette fordi kreditorene vil få flere aksjer i bytte for sletting av gjelden. En høy konverteringskurs vil derfor på den andre siden være fordelaktig for selskapets eksisterende aksjonærer. Ulempen ved å sette konverteringskursen for høyt er at kreditorene ikke vil gå med på gjeldskonverteringen. Konverteringskursen vil normalt settes slik at kreditorene ikke

påføres et for stort et tap. Ved dette menes det at kreditorene ikke skal komme dårligere ut ved gjeldskonverteringen enn det de ville gjort ved avvikling av selskapet (Prop. 159 L 2016-2017).

Konvertering av kreditor krav til aksjer kan være med på å gjøre akkorden mer attraktiv for kreditorene, kontra en akkord som bare går ut på en reduksjon av kravene.

Konvertering kan også økte kreditorenes mulige verdier. Dersom en kreditor mottar aksjer gjennom akkorden og skyldneren klarer seg etter rekonstruksjonen, vil en kreditor potensielt kunne innkassere en gevinst. Gevinsten kan være utbyttebetalinger eller vederlag for salg av aksjer dersom salgsprisen overstiger de kravene som ble gitt avkall på gjennom rekonstruksjonen (Ellingsæter & Meling, 2020).

5.8.2.4 Rekonstruksjonsoverdragelse og tvungen likvidasjonsakkord

Rekonstruksjonsoverdragelse innebærer overdragelse av hele eller deler av skyldnerens virksomhet og eiendeler til ny eier, uten at skyldnerens virksomhet blir likvidert, jf. rkl. § 34, 1. ledd nr. 4. Tvungen likvidasjon innebærer også overdragelse av hele eller deler av skyldnerens virksomhet og eiendeler, men mot at skyldneren frigjøres for den delen av gjelden som ikke dekkes ved likvidasjonen, jf. rkl. § 34, 1. ledd nr. 5.

En virksomhet vil som regel ikke bestå av kun eiendeler, og et spørsmål som da oppstår er hva som skjer med skyldnerens uoppfylte avtaler og gjeld, og hvorvidt disse kan omfattes av «skyldnerens virksomhet». Hovedregelen for overdragelse av avtaler er at dette forutsetter samtykke fra medkontrahenten. Rekonstruksjonsloven legger ingen føringer som endrer på dette utgangspunktet, og det forutsettes derfor at denne delen av virksomheten krever samtykke. Rekonstruksjonsloven legger også igjen en usikkerhet på hvorvidt § 34 omfatter overdragelse av gjeld. Det finnes eksempler i lovgivningen hvor overdragelse av virksomhet omfatter overdragelse av forpliktelser, vi ser for eksempel dette i reguleringen til fusjon og fisjon. Dette trekker mot at selskapets forpliktelser er inkludert i betegnelsen «skyldnerens virksomhet».

6.0 Alternativer til restrukturering etter rekonstruksjonsloven

I dette kapittelet vil vi ta for oss alternativene til rekonstruksjonsloven. Først vil vi se på alternativene som finnes i konkursloven, gjeldsforhandling og konkurs. Deretter vil vi ta for oss to utenlandske systemer, Chapter 11 of the US Bankruptcy Code og Bankruptcy Law in the Republic of Ireland

6.1 Gjeldsforhandlinger gjennom konkursloven

Det skilles gjerne mellom to typer fellesforfølgning; gjeldsforhandlinger og konkurs. Når det blir et behov for gjeldsforfølgning som følge av at debitor ikke er i stand til å betale sine forpliktelser, vil det også bli et behov for regler som regulerer virkemidlene kreditor tar i bruk. Dette er bakgrunnen for reglene om gjeldsforfølgning og konkurs. Man kan si at reglene om gjeldsforhandling forsøker å ivareta to kryssende hensyn. Først så har vi hensynet til skyldneren, og deres behov for reduksjon i utestående krav. Så har vi også hensynet til kreditor, og deres krav til oppfyllelse. Gjeldsforhandling etter konkursloven kan være en tidskrevende, kompleks og kostbar prosess, ettersom at avtalen partene kommer frem til er tilpasset og skreddersydd selskapet.

Formålet med bestemmelsene er å gi skyldneren mulighet til å forhandle frem en avtale med kreditorene, og således gi selskapet en mulighet for videre drift av virksomheten. Bestemmelsene har bakgrunn i at lovgiver ønsket å utvikle et system som ville være mer sammenlignbart med private gjeldsforhandlinger, bare med de rettsgarantier som loven gir (NOU 1972: 20, s. 47).

Det fremkommer av konkurslovens § 1 at det er skyldneren selv som må begjære konkurs. Kravet for å begjære gjeldsforhandlinger er at skyldneren ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser etter som de forfaller. Form- og innholdskravene til begjæringen står oppført i konkurslovens § 2. Begjæringen må for fremsettes for retten skriftlig, og det skal fremgå av begjæringen om skyldneren begjærer åpning av frivillig gjeldsordning eller tvangsakkord, jf. kkl. § 2. Videre må begjæringen inneholde en kort redegjørelse for årsakene til betalingsproblemene, en oppgave over skyldnerens eiendeler og gjeld, og en redegjørelse for hvordan registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger er innrettet.

Konkurslovens kapittel om gjeldsforhandling er lite brukt i praksis, og det er begrenset med rettskilder på området (Andenæs, 2009; Børresen, 2013). Det er i praksis private gjeldsavtaler som blir brukt, der avtalefriheten følger.

6.1.1 Prosessen i gjeldsforhandling etter konkursloven

Av konkurslovens §§ 1-59 fremkommer det to prosesser for gjeldsforhandling; frivillig gjeldsforhandling eller tvangsakkord. Frivillig gjeldsforhandling er en rettslig avtale mellom skyldneren og fordringshaveren. Det er alminnelige avtalerettslige bestemmelser som kommer til anvendelse ved forhandlingene, der konkursloven blant annet stiller prosessuelle krav. Det følger også vilkår som må være oppfylt for at en frivillig gjeldsforhandling skal få gjennomslag. Blant annet må den foreslåtte gjeldsordningen omfatte alle kjente fordringer, og disse skal være likestilte fra tiden før gjeldsforhandling ble åpnet jf. kkl. § 23 annet ledd. For at forhandlingen skal bli vedtatt av retten, må forslaget til gjeldsordning godkjennes av samtlige kreditorer ved en avstemning jf. kkl. § 25. Hvis det i tilfellet ikke blir godkjent av samtlige kreditorer, er det i praksis ikke uvanlig at den frivillige gjeldsforhandlingen gjøres om til en forhandling om tvangsakkord.

Konkurslovens regler for frivillig gjeldsforhandling og tvangsakkord er i stor grad sammenfallende. Til forskjell stiller loven materielle grenser til innholdet av tvangsakkorden. Det stilles også et krav til minimumsdividende jf. Kkl. § 30. Videre kreves det et 3/5 flertall for at akkordforslaget skal bli vedtatt dersom forslaget går ut på å betale minst 50 prosent av fordringshavernes tilgodehavende, og 3/4 flertall der det er snakk om mindre enn 50 prosent jf. kkl. § 43 første og annet ledd. I tilfeller der flertall ikke er oppnådd kan skyldneren fremme et nytt akkordforslag, dersom gjeldsnemnda anbefaler forslaget jf. kkl. § 44.

6.1.2 Illikviditets- og prognosevilkåret

Som nevnt fremkommer det av konkurslovens § 1 et illikviditetsvilkår som sier at skyldner kun kan begjære gjeldsforhandling når vedkommende ikke kan “oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller”. Vilkåret stiller krav til betalingssevnen og ikke

betalingsviljen til skyldneren, og det er i utgangspunktet nok at én fordringshaver ikke får full dekning for sitt utestående jf. kkl. § 2.

Det følger videre av konkurslovens § 4 første ledd nr.3 et prognosevilkår for gjeldsforhandling. Bestemmelsen sier at retten kan avslå begjæringen i de tilfeller hvor de finner det lite sannsynlig at skyldneren vil oppnå en vellykket gjeldsforhandling. Retten skal allikevel ikke være for streng, da det i flere tilfeller vil være bedre for fordringshaver at gjeldsforhandling blir forsøkt, enn ved direkte konkursoppgjør.

6.1.3 Hvorfor blir ikke gjeldsforhandling etter konkursloven brukt i praksis?

Det er studier som viser at regelverket for gjeldsforhandlinger etter konkursloven er lite brukt i praksis (Andenæs, 2009; Børresen, 2013). En av grunnene bak dette er blant annet at det ved frivillig gjeldsordning kreves $\frac{3}{4}$ flertall hos kreditorene for at forslaget skal bli vedtatt, jf. kkl. § 25. Konkurslovens bestemmelser er i tillegg lite fleksible. Når selskapet allerede er illikvid vil det ofte være for lite midler igjen i selskapet for at nok kreditorer støtte en slik løsning (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016). Det samme gjelder for tvangsakkord. På bakgrunn av dette vil det ofte være lettere å forhandle under privat restrukturering.

Videre er et argument mot gjeldsforhandling etter konkursloven at begjæring om forhandlinger skjer for sent. For det første er kravet til å kunne begjære forhandlinger at skyldneren allerede har økonomiske problemer. Noen ganger kan det skyldes at skyldneren ikke ser at de har økonomiske problemer, eller at de ikke ønsker å innrømme dette. I andre tilfeller at skyldner klar over problemene, men tenker at dette vil passere og at bedre tider er i vente.

Et siste argument er at det å starte prosessen om en gjeldsforhandling kan være risikabelt. Dette fordi et mislykket forsøk automatisk fører til at boet blir tatt under konkursbehandling (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016).

6.2 Konkurs

Konkurs er beslag av et selskaps verdier (Andenæs, 2010). Formålet med bobehandlingen er å realisere selskapets eiendeler og fordele utbyttet mellom kreditorene etter dekningslovens bestemmelser (Konkursrådet, u.å.).

Konkursbehandling kan sies å gi opphav til interessekonflikter mellom kreditorer, arbeidstakere, leverandører og lokalsamfunn. Et viktig formål ved åpning av konkursbo, er rettferdig fordeling.

6.2.1 Prosessen i konkursbehandling

Konkursbehandling settes i gang ved at enten skyldner eller kreditor begjærer skyldneren konkurs. Hvis vilkårene for dette er oppfylt, skal retten åpne konkursbehandling hos skyldneren. Når konkurs er åpnet, opprettes et konkursbo som skal ta beslag i skyldneren eiendeler. Videre kunngjøres åpningen, og kreditorene får en frist til å melde sine krav i boet. På dette tidspunktet overføres retten til å disponere over selskapets midler fra selskapets ledelse og aksjonærer til bostyreren. Bostyreren vil som regel være en advokat, og har som oppgave å prøve kreditorenes krav for å se om disse er rettmessige. Når skyldnerens eiendeler er likvidert foretas det utbetaling til kreditorene i den rekkefølge som følger av dekningslovens kapittel.

6.2.2 Vilkår for åpning av konkurs

Vilkårene for åpning av konkurs reguleres av konkurslovens § 60. Det prosessuelle vilkåret sier at det må fremmes en begjæring om åpning av konkurs hos skyldneren, fra enten skyldneren selv eller en kreditor. Konkursbegjæring fra en skyldner som er et aksjeselskap og allmennaksjeselskap, kan kun fremsettes av styret, jf. aksjelovens § 6-18.

Videre følger det materielle vilkåret som sier at skyldneren må være insolvent. Insolvensbegrepet er definert i konkurslovens § 61, og inneholder krav om illikviditet og insuffiensi. Illikviditetsvilkåret tilsier at skyldneren er insolvent når denne ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, med mindre betalingsudyktigheten må antas å være forbigående. Formuleringen tilsier at dette er en fremtidsorientert vurdering, og det er således ikke et krav om at skyldneren på

vurderingstidspunktet er ute av stand til å betale den forfalte gjelden. Lovverket gir ikke en klar grense for hvor lang denne tidshorisonen er, men i Villars-Dahls utredning i forbindelse med den nye rekonstruksjonsloven om tilsvarende vilkår ble det lagt til grunn at betalingsmislighold «som ligger særlig lenger enn seks måneder frem i tid, kan vanskelig ... gi grunnlag for å åpne gjeldsforhandlinger». Forbigående betalingsudyktighet er i forarbeidene til konkursloven blitt lagt til grunn at tilsier noen dager eller uker, etter et flertall i stortingets justiskomite (Andenæs, s. 65). Andenæs trekker likevel frem at det må foretas en vurdering av reelle hensyn.

Vilkåret om insuffiensi sier at selskapet, til tross for illikviditet, likevel ikke er insolvent så lenge selskapets eiendeler antas å kunne gi full dekning for skyldnerens forpliktelser. Dette vilkåret står seg selv om oppfyllelse av forpliktelsene vil bli forsinket ved at dekning må søkes ved salg av eiendeler. I denne sammenheng tas det kun hensyn til de fordringene som kan kreve dividende dersom konkurs blir åpnet hos skyldneren, jf. dekl. Kap.6, og de eiendelene som kreditorene kan søke dekning i, jf. dekl. § 2-2.

6.2.3 “Likedelingsprinsippet”

Likedelingsprinsippet fremgår av dekningslovens kapittel 9, som inneholder reglene om hvordan boets midler skal fordeles mellom kreditorene. Formålet med dette prinsippet er en rettfærdig fordeling, og har bakgrunn i at konkursbehandling ikke inneles automatisk når skyldneren er blitt insolvent. En insolvent skylder kan derfor allerede ha betalt ned gjeld før konkursboet åpnes, noe som kan utgjøre en urettferdig fordeling mellom kreditorene. Slike betalinger vil ofte kunne omstøtes for å sikre en mer rettfærdig fordeling, jf. dekl. § 5-5 og/eller § 5-9.

6.3 Chapter 11 of the US Bankruptcy Code

The United States Bankruptcy Code inneholder ulike fremgangsmåter for håndtering av selskaper i økonomiske problemer. De ulike økonomiske problemstillingene er delt inn i såkalt Chapters. Gjeldsforhandling er regulert av Chapter 11 of the US Bankruptcy Code. Regelverket gir selskaper muligheten til å fremforhandle en reorganiseringsplan ved at gjelds- og kontraktsforpliktelser, samt selskapsstruktur, blir omstrukturert. Formålet med regelverket er å gi økonomisk trøblete selskaper en “ny start” jf.

amerikansk høyesterett 1934. Relevansen av Chapter 11 er at regelverket kan anvendes av selskaper som ikke er hjemhørende i USA jf. U.C.S § 109. Regelverket setter imidlertid krav til blant annet driften, gjeld og eiendeler, og lokasjon av hovedkontor.

I motsetning til vilkår for bægjøring av gjeldsforhandling etter norsk lovgivning, stiller ikke Chapter 11 noen krav til selskapets økonomi for at reforhandling skal kunne igangsettes. Det stilles heller ingen krav til hva reorganiseringen skal gå ut på. Det stilles imidlertid krav til selve prosessen og minimumskrav til innholdet i reorganiseringen. Det er domstolen som avgjør åpning av gjeldsforhandling. Hvis avgjørelsen faller på åpning, må skyldneren informere sine kreditorer om dette. Skyldnerens fordringshavere må igjen informere domstolen om sine krav (Gaughan, 2015). Det er partenes ansvar å komme til enighet.

Den amerikanske Bankruptcy Court foretar en vurdering av reorganiseringsplanen og sjansen for et positivt utfall før vedtakelse av planen, jf. USBC § 1129 (a)(11). Domstolen må betrakte om skyldneren vil kunne gjennomføre planen og fortsette den daglige driften. Dersom dette vilkåret ikke er oppfylt, skal retten avslå reorganiseringsforslaget, jf. USBC § 1129 (a).

En avgjørende del av Chapter 11 of the US Bankruptcy Code er “Automatic Stay”. Dette elementet i regelverket tilsier at krav som oppstår etter begjæring om reforhandling ikke vil bli tatt hensyn til. Dette skal bistå selskapene til å unngå gjeldsforfølgelse.

6.4 Bankruptcy Law in the Republic of Ireland

Den irske Aksjeloven fra 2014 gir selskaper en periode med domstolsbeskyttelse. I denne perioden får selskapet et opphold som gjør at kreditorer blir hindret i å ta rettslige skritt mot selskapet. Prosessen påbegynnes med en presentasjon i High Court, av en begjæring om utnevning av sensor. I likhet med den norske lov, oppnevnes en sensor for å hjelpe selskapet. Begjæringen skal beskrive selskapets handel og økonomiske status. Den må ledsages av en rapport fra en uavhengig ekspert som vurderer selskapets levedyktighet.

Begjæring om rekonstruksjon kan gjennom irsk lov fremmes av selskapet, selskapets styre, en kreditor, eller aksjonærer med minst 10% av de stemmeberettigete aksjene i selskapet.

Retten vil ta begjæringen til følge under følgende omstendigheter; Hvis selskapet ikke i er stand, eller sannsynligvis ikke vil være i stand, til å oppfylle sine forpliktelser. Hvis ingen løsning, eller ordre for avvikling er på plass. Hvis selskapet har rimelige utsikter for overlevelse og videre drift.

Restruktureringsplanen, the Scheme of Arrangements, skal sørge for behandling av kreditors krav og omstrukturering av selskapets balanse, samt vilkårene for ny investering. Det er sensor som skal formulere og fremme et forslag til en restrukturering av selskapet. Forslaget som godtas av et simpelt flertall av kreditorene. Dersom forslaget blir godkjent, sendes det til retten for bekreftelse.

7.0 Økonomiske analyser

I dette kapitlet presenteres en økonomisk analyse av Norwegian Air Shuttle og Scandinavian Airlines Services. Presentasjonen er basert på selskapenes årsrapporter for årene 2016 til 2020, en regnskapsanalyse, og supplementerende sekundær data. Analysene foretatt bygger på følgende problemstilling;

Finansiell restrukturering i luftfartsnæringen - hvilken effekt har det?

Det vil i første delkapittel bli presentert hvilke analyseverktøy som er benyttet for å foreta regnskapsanalysen. Videre vil de to aktuelle selskapene bli presentert med utdypende forklaring av selskaps- og kapitalstruktur, selve restruktureringen og nøkkeltall fra regnskapsanalysen.

I siste del drøftes funnene gjort ved regnskapsanalysen i lys av teori før det til slutt foretas en konklusjon.

7.1 Analyseverktøy

En økonomisk analyse av selskapene er viktig for å forstå og si noe om hvilken situasjon selskapene befinner seg i. For å evaluere selskapenes økonomiske stilling er det gjennomført en regnskapsanalyse, som vil si en analyse av historiske resultater. Analysen består av sentrale nøkkeltall i forhold til likviditet, soliditet og rentabilitet. Nøkkeltallene er basert på både resultatregnskap og selskapenes bokførte balanse. For å få et bedre bilde av selskapenes faktiske økonomiske situasjon, og dermed sikre mer holdbare analyser, har vi valgt å reformulere både balanseregnskapet og resultatregnskapet. Ved reformuleringen settes regnskapene opp på en mer investorvennlig måte, den viktigste informasjonen blir avdekket og vi får et klarere bilde av selskapenes faktiske økonomiske situasjon.

Ved reformulering av balanseregnskapet blir balansepostene delt inn i forskjellige grupper. Eiendeler blir delt inn i kortsiktige og langsiktige operasjonelle eiendeler, og kortsiktige og langsiktige finansielle eiendeler. Egenkapital og gjeld blir delt inn i egenkapital, kortsiktige og langsiktige operasjonelle forpliktelser, og kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld. Forkortelsene er av engelsk terminologi, da dette er fagspråket for benyttet analyse. Inndelingen er presentert i tabell 2.

Eiendeler	Egenkapital & Gjeld
Non-Current Operating Assets (NCOA) = Langsiktige operasjonelle eiendeler	Equity (E) = Egenkapital
Non-Current Financial Assets (NCFA) = Langsiktige finansielle eiendeler	Non-Current Interest-bearing debt (NCIBD) = Langsiktig rentebærende gjeld
Operating Current Assets (OCA) = Kortsiktige operasjonelle eiendeler	Non-Current operating liabilities (NCOL) = Langsiktige operasjonelle forpliktelser
Financial Current Assets (FCA) = Kortsiktige finansielle eiendeler	Current interest-bearing debt (CIBD) = Kortsiktig rentebærende gjeld
	Current operating liabilities (COL) = Kortsiktige operasjonelle forpliktelser

Tabell 2: Reformulering balanseregnskap

Balanseregnskapet er reformulert på to forskjellige måter, en TA-balanse (Total Assets = Totale eiendeler), og en NOA-balanse (Net Operating Assets = Netto operasjonelle eiendeler). TA-balansen er identisk med det som finnes i selskapenes offisielle regnskap, men med inndelingene som representert i tabell 2. NOA-balansen er presentert i tabell 3.

NOA - Balansen	
NOA (= (OCA + NCOA) – (COL + NCOL))	E
ITS (Investering i tilknyttede selskaper)	NIBD (= (NCIBD + CIBD) – (NCFA + FCA))
SUM	SUM

Tabell 3: NOA-Balansen

I reformulert regnskap blir regnskapspostene delt inn i inntekter, kostnader, avskrivninger og skatt. Ved reformulering av resultatregnskapet har vi splittet skattelementene for å oppnå bedre nøkkeltall.

Revenue	Salgsinntekter
- Operating expenses	- Operasjonelle kostnader
= EBITDA	= Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.
+/- Depreciation, amortization & impairment	+/- Av- og nedskrivninger
= EBIT	= Inntekter før renter og skatt
- Tax	- Skatt
+Tax-Shield from Net financial items*	+/- Skatteskjold fra netto finansielle kostnader
= NOPAT (Net operating profit after tax)	Driftsresultat etter skatt
+ Profit/loss from associated companies	+ inntekt fra tilknyttet selskap
- Net financial Items	- Netto finanskostnader
+/- Tax-shield from Net financial items	+/- Skatteskjold fra netto finansielle kostnader
+/- Special or non-recurring items net of tax	+/- Engangsposter eksklusive skatt
= Net profit / loss	= Årets resultat

Tabell 4: Reformulering resultatregnskap

* Tax-shield from financial items = Net financial items * tax rate

7.1.1. Likviditetsanalyse

Begrepet likviditet refererer til en virksomhets kjøpekraft, eller evne til å betale for seg. Som presentert i teori delen skal selskapets likviditet til enhver tid være forsvarlig, jf. asal. § 3-4. Dette er enn viktig forutsetning for at handleplikten til styret ikke skal tre inn, jf. asal. § 3-5. Ved analyse av likviditeten til et selskap legges det særlig vekt på deres evne til å kunne dekke kortsiktig gjeld. For å vurdere dette vil likviditetsgrad 1, 2 og 3 benyttes ved analysen. Likviditetsgradene sammenligner selskapets likvide midler mot deres kortsiktige eiendeler. Likvide midler er kontanter eller andre eiendeler som raskt kan omsettes eller benyttes som betaling.

Likviditetsgrad 1 viser virksomhetens evne til å betale kortsiktig gjeld, forutsatt at også mindre likvide eiendeler som varelager kan selges og bli brukt for å dekke den kortsiktige gjelden. Regelen for likviditetsgrad 1 er at denne normalt bør være større enn 2 for å være tilfredsstillende. Formelen for raten er

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

I likhet med likviditetsgrad 1, måler også likviditetsgrad 2 kortsiktig likviditet. Ved beregning av likviditetsgrad 2 skal man trekke ut varelager fra omløpsmidlene. Regelen for likviditetsgrad 2 er at denne normalt bør være over 1 for å skulle indikere at selskapet er i stand til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Formelen for raten er

$$\text{Likvviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 3 beskriver forholdet mellom selskapets mest likvide midler og den kortsiktige gjelden. Med de mest likvide midlene menes bank og kontantbeholdning. Reglene for likviditetsgrad 3 er at denne normalt bør ligge over 0,33. Formelen for raten er

$$\text{Likvidietsgrad 3} = \frac{\text{Kassebeholdning} + \text{Bankinnskudd}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

7.1.2. *Soliditetsanalyse*

Soliditet viser til selskapets langsiktige evne til å betale. En soliditetsanalyse brukes derfor for å vurdere selskapenes evne til å dekke forpliktelser på lang sikt. Soliditet kan direkte knyttes til selskapets egenkapital- og gjeldsandel, og kan derfor gi en indikator på hvorvidt selskapet holder en forsvarlig EK, jf. asal. § 3-4. Ved soliditetsanalysen vil derfor både gjeldsgrad og soliditet analyseres. Dersom et selskap har en soliditet på 100%, vil dette bety at selskapet er finansiert kun gjennom egenkapital. En høy soliditet tilsier en lav økonomisk risiko, mens en lav soliditet innebærer en høyere økonomisk risiko for selskapet. Formelen for gjeldsgrad er:

$$\text{Gjeldsgrad 1} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formelen for soliditet er:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

7.1.3. *Lønnsomhetsanalyse.*

Rentabilitet er nøkkeltall for selskapets lønnsomhet. Rentabilitet viser avkastningen selskapet får på sine aktiva. Det finnes mange ulike rater innenfor rentabilitetsanalyse. I denne forskningsoppgaven har vi valgt å legge vekt på avkastning på kapital og eiendeler.

Totalkapitalrentabilitet (ROTC = Return On Total Capital) ser på selskapets resultat i forhold til gjennomsnittlig totalkapital. Kravet for ROTC er at den bør minst være lik selskapets gjennomsnittlige lånerente. Formelen for nøkkeltallet er

$$\text{ROTC} = \frac{\text{Resultat}}{(\text{Fjorårets totalkapital} + \text{Årets totalkapital}) * \frac{1}{2}}$$

Egenkapitalrentabilitet (ROE = Return On Equity) måler hvor godt et selskap klarer å generere overskudd basert på den kapitalen som er investert i selskapet. ROE vurderes

ved å se på forholdet mellom egenkapitalen og årsresultatet. Høy ROE betyr at selskapet klarer å generere overskudd, men det er ingen standard definisjon på hva som er bra og dårlig. ROE brukes gjerne for å sammenligne selskaps prestasjon mot selskaper i samme bransje. Formelen for nøkkeltallet er:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultat}}{(\text{Fjorårets egenkapital} + \text{Årets egenkapital}) * \frac{1}{2}}$$

Avkastning på Eiendeler (ROA = Return on Assets) er en rate som måler økonomisk lønnsomhet for selskapets eiendeler. ROA måler avkastning på totale eiendeler, og skiller derfor ikke mellom operasjonelle og finansielle eiendeler. Formelen for nøkkeltallet er

$$\text{ROA} = \frac{\text{Resultat}}{\text{eiendeler}}$$

Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA = Return on Net Operating Assets) benyttes for å se hvordan selskapets operasjonelle eiendeler genererer overskudd. Raten kan benyttes for å sammenligne mot andre selskaper i samme bransje. Formelen for nøkkeltallet er

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Driftsresultat}}{(\text{Fjorårets NOA} + \text{Årets NOA}) * \frac{1}{2}}$$

Driftsmargin, også omtalt som «operating margin», brukes for å se hvorvidt selskapet klarer å generere overskudd av inntektene sine. Ratioen ser på forholdet mellom driftsresultatet og omsetningen, og kan derfor brukes for å anslå lønnsomheten av selskapets drift. Formelen for marginen er

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Omsetning}}$$

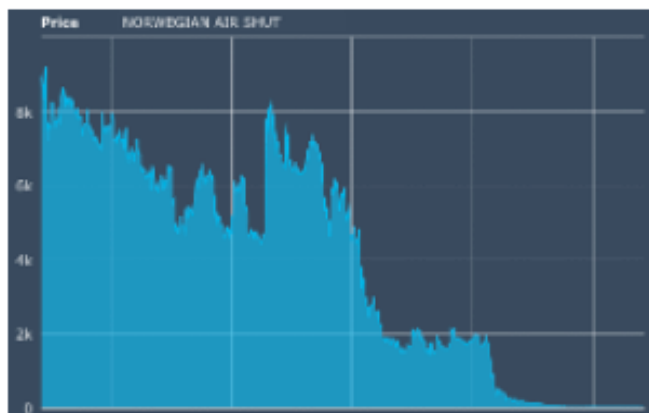
Kapitalens omløpshastighet (ATO = Asset Turnover) er et nøkkeltall som sier noe om hvor effektivt selskapet klarer å utnytte bundet kapital. ATO ser på selskapets inntekter i forhold til gjennomsnittlig total kapital. Formelen for nøkkeltallet er

$$ATO = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig Totalkapital}}$$

7.2 Norwegian



Selskap: Norwegian Air Shuttle



Aksjekursutvikling (NAS) jun. 2017 - jun. 2021.
Kilde: Euronext.

Ticker: NAS

Antall aksjer 31/12/2020: 39,749,366

Aksjekurs 31/12/2020: 40,61

Hovedkontor: Fornebu, Norge

Rammeverk: IFRS

Revisor: PricewaterhouseCoopers

Selskapets Visjon:

"Norwegian har til hensikt å være det foretrukne flyselskapet i utvalgte markeder, samt skape lønnsomhet og utbytte for våre aksjonærer"

Styret	Posisjon	Antall aksjer
Nils Smedegaard	Styreleder	2 522
Ingrid Elvira Leisner	Styremedlem	1 171
Chris Browne	Styremedlem	1 102
Jean Bindernerger	Styremedlem	1 102
Vilbeke Madsen	Styremedlem	1 102
Sondre Gravir	Styremedlem	467

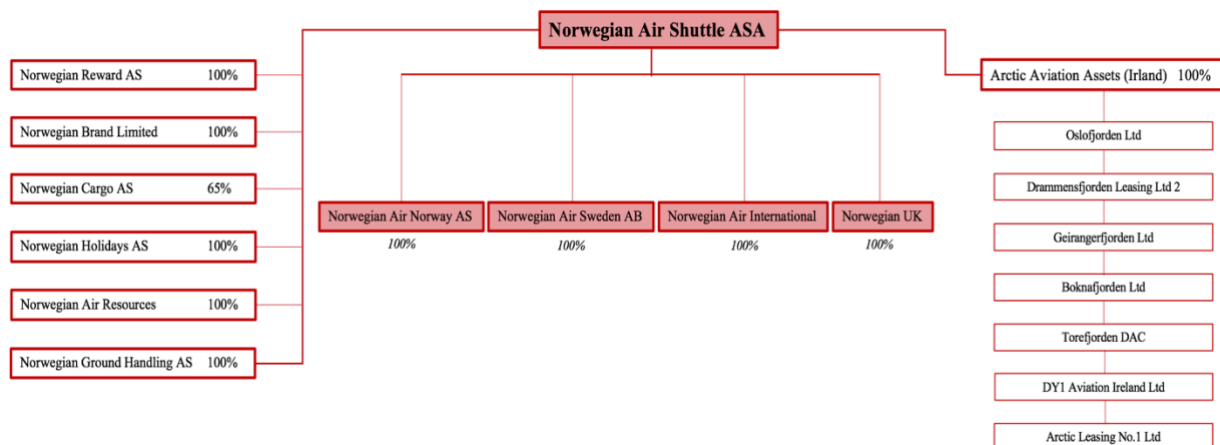
Største Aksjonærer	Aksjeandel (%)
Avanza Bank AB	14,6%
Nordnet Bank AB	8,4%
MG Aviation Limited	8,2%
BOC Aviation Limited	4,6%
AerCap Holdings N.V	4,5%

Ledelsen	Posisjon	Antall aksjer
Geir Karlsen	CFO	5 000
Jacob Schram	CEO	3 000
Knut Olav I. Høeg	EVP IT, Supply, Process	92
Anne-Sissel Skånvik	EVP Com. & Public Affairs	38
Guro H. Poulsen	EVP People	3
Christoffer Sundby	EVP Marketing, Sales & Customer	
Tor-Arne Fosser	EVP Products & Development	-
Johan Gaugermann	IEVP Operations	

Nøkkeltall per 31.12.2021	
Driftinntekter	9095,7
EBITDA	-2736
Årsresultat	-23 039,90
Sum eiendeler	49554
Sum egenkapital	-6623,8
Sum eiendeler	56177,8

Tabell 5: Oversikt Norwegian

7.2.1. Selskapsstruktur



Figur 2: Forenklet selskapsstruktur Norwegian

I 2014 gikk selskapet gjennom en omorganisering av gruppens drift. Bakgrunnen for dette var å legge til rette for internasjonal vekst, samt sikre nødvendige trafikkrettigheter. Norwegian-konsernet består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA og mange hel- eller delvis eide datterselskaper. Datterselskapene er plassert både i Norge og i utlandet. Datterselskapene har i stor grad fått ansvar for sine egne deler av konsernets drift.

Norwegian har delt driften sin inn i fire hovedvirksomheter, hvorav det er et kommersielt flyselskap med de nødvendige driftstillatelsene, People and Services, Assets & finansiering, og en gruppe som driver de mindre virksomhetsområdene. People and Services er selskapet hvor konsernets flyvende personell, crew support og administrative funksjoner er organisert. I Asset & finansierings virksomheten er Arctic Aviation Assets Ltd. morselskapet. Arctic Aviation Assets Ltd. er datterselskap av Norwegian, men har også selv flere tilhørende datterselskap med base i Dublin i Irland.

I tillegg til datterselskapene som driver hovedvirksomhetsområdene, har Norwegian også andre datterselskap som driver mindre virksomhetsområder. Norwegian Brand Ltd. er plassert i Dublin, og har som formål å opprettholde gruppens varemerke- og markedsføringsvirksomheter. Norwegian Reward AS ligger i Norge, og er Norwegians lojalitetsprogram. Norwegian Cargo AS ligger i Norge, og står for gruppens

kommersielle fraktvirksomhet. Norwegian er kun deleier av Norwegian Cargo AS, med en eierandel på 65%. Norwegian Holidays AS ligger også plassert i Norge, og står for den nye forretningsvirksomheten som tilbyr pakkereiser til kunder i sluttmarkedet. (Norwegian, u.å). Norwegian Ground Handling er også plassert i Norge. Norwegian Air Resources har sitt hovedkontor i Dublin, og har igjen tilhørende datterselskaper plassert i Sverige, Danmark, Spania, Lativa, USA og England. Norwegian Air Resources og deres tilhørende datterselskaper håndterer rekruttering av besetning, opplæring og ledelse av mannskapet.

7.2.2. Restruktureringen

Tidlig i 2020 tok Norwegian handling for å redusere gjeld og kutte driftskostnader som følge av COVID-19-pandemien, og virkningene denne hadde for bransjen. Her må det understrekes at det temning sikkert ville vært nødvendig med en rekonstruksjon uavhengig av pandemien, da selskapet har hatt likviditetsproblemer de siste fem årene. Som en del av selskapet nye business plan, New-Norwegian, er et av fokusområdene å skape en langsiktig og robust finansiell plattform. Dette skal gjøres gjennom en fase-inndelt finansiell restrukturering. Første fase av restruktureringen ble gjennomført i 2020. I møte med et dramatisk fall i etterspørselen, som følge av globale reisebegrensninger, kunngjorde selskapet i mars at de ville avlyse 85 prosent av sine flyreiser, samt permittere 7 300 midlertidig ansatte. Dette tilsvarte omtrent 90 prosent av selskapets globale arbeidsstyrke. I samme måned oppfylte Norwegian kriteriene satt ut av den norske regjeringen for å få en innledende lånegaranti på 300 millioner kroner.

I april så selskapet seg nødt til å redusere kostnadene ytterligere. Som følge av manglende betydelig økonomisk støtte fra Svensk og Dansk regjering, begjærte selskapet konkurs for pilot- og kabinbesetningsfirmaet som var basert i disse respektive landene.

I mai fullførte Norwegian en restrukturering og rekapitaliseringsprosess som ga tilgang til en total statlig lånegaranti på 3 milliarder kroner. Samtidig, som en del av omstillingsprosessen, kunngjorde Norwegian en ny ledelsesstruktur som skulle være bedre egnet til å lede selskapet videre.

November 2020 kom kunngjøringen fra Norske myndigheter om at ingen ytterligere økonomisk støtte ville bli gitt. Norwegian tok umiddelbart tiltak rettet mot å sikre fremtiden for selskapet. Norwegian måtte blant annet redusere virksomheten til kun nasjonale flyvninger, og permittere ytterligere 1600 ansatte. Samme måned startet Norwegian en etterforskning og restruktureringsprosess i Irland. Målet med disse stegene var å redusere gjeld, verdsette aktiva riktig og sikre ny kapital.

8. desember 2020 begjærte Norwegian rekonstruksjon i Norge, under den midlertidige loven om rekonstruksjon. Selskapets daværende konsernsjef, Jacob Schram, uttalte at deres mål var å trygge arbeidsplasser i selskapet og bidra til å sikre kritisk infrastruktur og verdiskapning i Norge (TV2, 2020). Oslo Byfogdembete tok begjæringen til følge. I rettens kjennelse erkjenner de at Norwegian har alvorlige økonomiske problemer på bakgrunn av de opplysninger selskapets styre har medgitt i begjæringen. På bakgrunn av dette anså de lovens krav for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger som oppfylt. Videre la retten med i kjennelsen at «En konkurs i NAS vil medføre store tap for alle parter». Rettens vurdering var videre at Norwegian sannsynligvis ville kunne oppnå en avtale med sine kreditorer. I tråd med lovens bestemmelser ble Advokat Håvard Wiker oppnevnt som rekonstruktør. Frem til rekonstruksjonsplanen ble godkjent 9. april 2021, foretok selskapet flere tiltak i en privat rekonstruksjon.

17. Desember 2020 godkjente selskapets generalforsamling nødvendige endringer i aksjekapitalen for å sette i gang med den andre fasen, jf. asal § 10-1. Restruktureringen ga selskapet muligheten til å manøvrere seg gjennom pandemien. Samtidig ga prosessen selskapet mulighet for å redusere de finansielle kostnadene, og på denne måten skape en mer bærekraftig vekst.

Siden COVID-19-utbruddet tvang Norwegian i en dvale, har en betydelig økonomisk restruktureringsprosess forbedret selskapets egenkapital med 18,5 milliarder kroner, hvorav 5,2 milliarder kroner ble innregnet i resultatregnskapet. Selv om egenkapitalen økte med 13,31 millioner kroner, inkludert gjeldskonvertering og nyemisjoner, måtte selskapet føre et netto tap på 23 040 millioner for året 2020.

Etter 31. desember 2020 har konsernet fortsatt med den økonomiske restruktureringen. Deler av selskapets gjeld har blitt konvertert til enten ordinære aksjer i selskapet, eller evigvarende null-kupong obligasjoner. Denne type obligasjoner har ingen renter eller planlagt tilbakebetaling, men kan konverteres til aksjer til en fastsatt konverteringskurs og valutakurs. Null-kupong obligasjonene er klassifisert som egenkapital i henhold til IAS32.

Etter Norwegian fullførte den finansielle restruktureringen i mai 2020, ble 50 prosent av obligasjonene NAS07 og NAS08, i tillegg til 77 prosent av den amerikanske konvertible obligasjonen, konvertert til egenkapital. På resterende av disse obligasjonene vil ingen renter påløpe før etter juni 2021, og obligasjonenes løpetid ble i tillegg forlenget med 12 måneder, men unntak av USD konvertibel obligasjon.

Norwegians leasing-kreditorer gikk med på å konvertere totalt USD 886 millioner av deres fordringer til egenkapital. Gjelden som er konvertert består av forfalte betalinger på konverteringsdatoen, kontraktsfestede renter tilgitt perioden til slutten av juni 2020, og effekten av en reduksjon av leieavtalenes priser fra juli 2020. Verdien av reduksjonen av prisene etter juli 2020 har vært fastsatt i kontraktene som reduksjon av nåverdien av leieavtalen ved bruk av diskonteringsrenten som ble benyttet ved første gangs beregning av leieavgiften. Konvertering av leieavgift til egenkapital regnskapsføres som en økning i egenkapitalen til virkelig verdi. Endring i leieavtaler regnskapsføres som en sletting av utestående leieavtale og beregning av ny leieavtale satt til virkelig verdi. Nettoeffekten er en gevinst presentert som øvrig finansiell inntekt i resultatregnskapet.

Etter en emisjon, gjennomført mai 2020, ble Norwegian tilført ny egenkapital på 400 millioner kroner.

Selskapets leverandører gikk med på en avtale om gjeldskonvertering, hvor til sammen 1.993 millioner kroner i utestående gjeld ble konvertert til nye aksjer. Konvertering av utestående gjeld til egenkapital ble regnskapsført som en økning på egenkapital til virkelig verdi. Differansen mellom virkelig verdi og balanseført verdi av de utestående fordringene ble regnskapsført som nettogevinst på andre finansielle inntekter.

Investeringer i datterselskaper og intern virksomhet, samt andre fordringer fra konsernets selskaper som er under restrukturering, er vurdert til å ha et gjenvinnbart beløp på null og ble derfor satt til null i 2020.

7.2.3. Kapitalstruktur

For å få en tydelig oversikt over Norwegian sin kapitalstruktur vil vi presentere en oversikt over selskapets kapital. I oversikten har vi valgt å fordele gjelden i kortsiktig gjeld og langsiktig gjeld. For egenkapitalen presenterer vi postene aksjekapital og samlet egenkapital. I tillegg har vi valgt å regne ut selskapets arbeidskapital (omløpsmidler-kortsiktig gjeld) for å se hvilke likvide midler selskapet har tilgjengelig. Driftsmidler er bare inkludert i oversikten for å få frem resten av selskapets eiendeler, og påvirker ikke selskapets nåværende kapitalstruktur. Oversikten inkluderer årene 2017-2020 for å få frem også hvordan kapitalstrukturen så ut før selskapet havnet i den ekstra prøvende økonomiske situasjonen påført av COVID-19.

Norwegian (MNOK)	2017	2018	2019	2020
Sum Kortsiktig gjeld	16 398	27 619	24 026	53 498
Sum Langsiktig gjeld	25 027	26 662	57 192	2 679
Sum Gjeld	41 424	54 281	81 218	56 178
Omløpsmidler	9 195	11 777	14 609	37 687
Driftsmidler	34 328	44 209	70 734	11 867
Arbeidskapital	-7203	-15842	-9 418	-15 812
Aksjekapital	3,6	4,5	16,3	397,5
Sum Egenkapital	2 098	1 705	4 125	-6 624

Tabell 6: Kapitalstruktur Norwegian

I tråd med hva teorien sier om luftfartsnæringen kan vi se at Norwegian er et ekstremt gjeldstungt selskap. Selskapets gjeld har utviklet seg noe variabelt fra 2017, men fra 2019 til 2020 kan vi se resultater fra selskapets pågående restrukturering. I 2020 kan vi se at selskapet har gjort en endring i kapitalstrukturen. Langsiktig gjeld har gått fra å økte de foregående årene, til å få en drastisk reduksjon i 2020. En nærmere analyse av

selskapets gjeldsgrad og soliditet er gjort i delkapittel 7.2.5. Reduksjonen i gjeld er en konsekvens av selskapets gjeldskonvertering i rekonstruksjonsprosessen.

Samme år har selskapets aksjekapital økt betydelig. Økningen i aksjekapital er også en virkning av de tiltakene selskapet har gjort under rekonstruksjonen. Selskapet har måtte foreta en kapitalforhøyelse på grunn av gjeldskonvertering, i tillegg til at de har gjennomført emisjoner for å bringe inn frisk kapital i selskapet.

Til gjengjeld har selskapets egenkapital endt med å bli negativ i 2020, som følge av at selskapet har brukt betydelige summer på å kjøpe tilbake egne aksjer.

2020 er også det første året hvor selskapets kortsiktige gjeld overgår selskapets langsiktige gjeld, og dette med en stor differanse. Kortsiktig gjeld har mer enn doblet seg fra 2019 til 2020, etter å ha holdt seg relativt stabilt på rundt 20 000' de foregående årene.

Selskapets omløpsmidler har hatt en positiv utvikling gjennom alle analyse-årene, med en betydelig større økning i 2020. Til tross for dette har selskapets arbeidskapital hatt en mer varierende utvikling. I delkapittel 7.2.4. vil vi analysere selskapets likviditet nærmere.

7.2.4. Likviditet

Likviditetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	9194,9	11776,7	14608,7	37686,9
Kortsiktig gjeld	16397,8	27619	24026,2	53498,4
Varelager	101,9	167,3	175,7	64,1
Betalingsmidler	3039,8	1921,7	3095,6	2666,9
Likviditetsgrad 1	0,56	0,43	0,61	0,70
Likviditetsgrad 2	0,55	0,42	0,60	0,70
Likviditetsgrad 3	0,19	0,07	0,13	0,05

Tabell 7: Likviditetsanalyse Norwegian

Som vi ser i tabell 7 opplevde Norwegian et fall i likviditet fra 2017 til 2018, og skriver i sin årsrapport for 2018 at det var selskapets kontinuerlige vekst som hadde ført til det betydelige likviditetsbehovet. I årsrapporten forteller også selskapet at de hadde et stort fokus på likviditet i denne perioden, og mente selv at likviditetsproblemet ville løses i løpet av 2019. Selskapet tok tak i problemet i 2018 og sikret en forbedring i likviditet for 2019 ved å gjennomføre tiltak som salg-tilbakeleie-transaksjoner, salg av fly, en garantert fortrinnsrettsemisjon, og utsettelse av flyleveranser fra flyprodusenter.

Likviditetsgradene 1 og 2 gjør en svak vekst frem til 2020, jf. tabell 7. Likviditetsgrad 1 og 2 er over alle årene tilnærmet like. Dette kommer av at selskapet har en forholdsvis ubetydelig varebeholdning å trekke fra, som vil si at de fleste av selskapets kortsiktige eiendeler ses som likvide. Til tross for forbedring i likviditeten er det ingen av ratene som ligger innenfor hva man etter teorien ser på som tilfredsstillende. Forbedringen i likviditet ses likevel som positiv for selskapet. Norwegian opplyser i sin årsrapport at likviditeten blir stort påvirket av handlesrisikoen som presenteres av dagens økonomiske forhold i luftfartssektoren, og da særlig i forhold til passasjervolum og avkastning, og tilhørende lønnsomhet for enkeltruter. Til tross for vanskelige forhold i luftfartssektoren i 2020, oppnår selskapet en positiv effekt på likviditeten fra 2019 til 2020.

Den mest bekymringsfulle raten er likviditetsgrad 3, som er den eneste raten som gjør et hopp nedover fra 2019 til 2020. Raten virker å se ustabil ut, og har ingen kontinuerlig utvikling. Dette vil si at forholdet mellom selskapets betalingsmidler og den kortsiktige gjelden de skal betjene varierer fra år til år. Likviditetsgrad 3 er ikke tilfredsstillende i noen av regnskapsårene som er inntatt i analysen.

Det er viktig å påpeke at analysen ikke tar i betraktning år 2021, og dermed ikke inkluderer hele effekten av selskapets restrukturering.

7.2.5. *Soliditet*

Soliditetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
Gjeld	41424,3	54280,8	81218	56178
Utvikling Gjeld	19 %	24 %	33 %	-45 %
Egenkapital	2098,4	1704,4	4124,9	-6623,8
Utvikling EK	-93 %	-23 %	59 %	-162 %
Totalkapital	43522,7	55985,2	85342,8	49554
Gjeldsgrad	19,7	31,8	19,7	-8,5
Soliditet	4,8 %	3,0 %	4,8 %	-13,4 %

Tabell 8: *Soliditetsanalyse Norwegian*

Norwegian har hatt en ujevn utvikling i både selskapets egenkapital og gjeld, men også i selskapets totalkapital. Tabell 8 viser at selskapets gjeld økte i en stigende trend fram til 2020, hvor gjelden har en drastisk reduksjon. Dette skyldes trolig selskapets rekapitalisering under restruktureringen. Selskapets egenkapital har en mer sporadisk trend, men opplever også enn dramatisk reduksjon i 2020, hvor selskapet har en negativ egenkapital. Den negative egenkapitalen skyldes oppkjøp av egne aksjer, som har blitt innregnet i resultatregnskapet under beholdt fortjeneste («retained earnings»). Selve aksjekapitalen har fra 2019 til 2020 har økt med NOK 381,2 mill.

Gjeldsgraden reflekterer selskapets gjeldstunge kapitalstruktur. Som følge av mye gjeld, er det ikke overraskende at egenkapitalprosenten/soliditeten er lav. Kjennetegn på et selskap med god soliditet er god inntjening, likviditet, rentabilitet og finansieringsstruktur. Selv om Norwegian ikke nødvendigvis oppfyller kravene for et selskap med god soliditet, betyr ikke dette automatisk at funnene fra soliditetsanalysen er urovekkende. Avgjørende er hvordan selskapets økonomiske situasjon er i forhold til selskap i samme bransje. Som tidligere nevnt, er en gjeldstung kapitalstruktur et vanlig kjennetegn hos flyselskaper, spesielt etter innføring av IFRS 16.

7.2.6. Rentabilitet

Lønnsomhetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
ROE	-58,4%	-76,5%	-57,9%	-
ROTC	-4,4%	-2,9%	-2,4%	-34,2 %
ROA	-4,1%	-2,6%	-2,0%	-46,5 %
RNOA	-	-6,7%	-7,1%	-199,5 %
Driftsmargin	-5,8%	-3,6%	-3,9%	-253,3 %
ATO	76,1%	80,9%	0,1%	13,5 %

Tabell 9: Lønnsomhetsanalyse Norwegian

ROE viser en negativ avkastning på egenkapitalen i årene 2017-2019. I 2020 er ROE misvisende som følge av at selskapet har negativ egenkapital. Negativ egenkapital gjør at ROE ikke er analyserbar, fordi denne sammen med årets negative resultat fører til en ekstremt høy rate. Analysen er likevel ansett som relevant fordi ROE ofte benyttes for å sammenligne bedrifter i samme bransje opp mot hverandre, som tidligere presentert i delkapittel 7.1.3.

ROTC viser at selskapet også har negativ avkastning på selskapets samlede kapital. Raten viser en positiv utvikling i årene 2017-2019, noe som er ansett som positivt for selskapet. ROTC tar likevel et stort fall i 2020, og viser at selskapet fikk et stort fall i lønnsomhet etter utbruddet av COVID-19.

ROA viser hvor lønnsomt selskapet klarer å utnytte sine eiendeler, i forhold til avkastningen de klarer å oppnå med disse. I likhet med ROTC har også ROA en positiv utvikling i årene 2017-2019, men opplever et stort fall i 2020. Det er tydelig, og ikke overaskende, at selskapets inntjening knyttet til eiendeler har vært langt fra tilfredsstillende, trolig som følge av reiserestriksjoner.

RNOA viser hvor lønnsomt selskapet klarer å benytte sine operasjonelle eiendeler. I likhet med ROA er RNOA negativ, men i motsetning til ROA hadde denne raten også en negativ utvikling fra 2018 til 2019. Dette viser at selskapets finansielle eiendeler er av stor betydning for Norwegian.

Driftsmarginen har hatt en ustabil utvikling over analyse-årene, men holder seg stabilt negativ. Dette viser at selskapet ikke har høy nok omsetning til å dekke sine kostnader, og at forholdet mellom driftsresultatet og omsetningen er varierende.

Selskapets ATO var tilfredsstillende høy i årene 2017 og 2018, men opplevde et dramatisk fall i 2019. Dette antyder at selskapet frem til 2019 effektivt klarte å benytte sine eiendeler til å generere inntekter, men at denne evnen ble betydelig svekket i 2019. I 2020 økte ATO igjen, men er fortsatt ikke på høyde med foregående år. Raten kan variere fra bransje til bransje og vil derfor kunne brukes best for å sammenligne liknende selskaper. Likevel er raten så ustabil at dette trekker mot at selskapet evne til å generere inntekter er ustabil.

7.3 SAS



Scandinavian Airlines Systems



Aksjekursutvikling (SAS AB) jun. 2017 - jun. 2021.

Kilde: Euronext.

Ticker: SAS

Antall aksjer 31/12/2020: 7,266,039,292

Aksjekurs 30/12/2020: 1,905

Hovedkontor: Stockholm, Sverige

Rammeverk: IFRS

Revisor: KPMG

Selskapets visjon:

"Our vision is to make life easier for Scandinavia's frequent travelers"

Styret	Posisjon	Antall aksjer
Carsten Dilling	Styreleder	352 220
Lars-Johan Jarnheimer	Styremedlem	100 000
Kay Kratky	Styremedlem	50 000
Dag Mejdell	Vise styreleder	42 140
Monica Caneman	Styremedlem	40 000
Liv Fiksdahl	Styremedlem	30 000

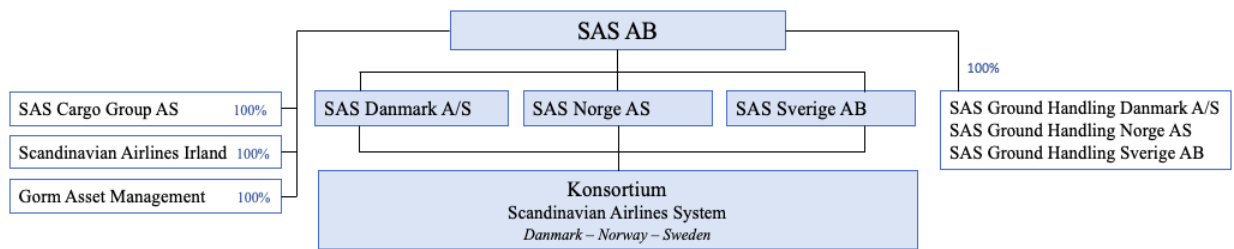
Største Aksjonærer	Aksjeandel (%)
Sverige	21,8%
Danmark	21,8%
KAW	3,4%
Dimensional Fund Advisors	1,1%
Gerald Engström	1,1%

Ledelse	Posisjon	Antall aksjer
Rickard Gustafson	CEO	400 000
Magnus Örnberg	EVP & CFO	100 000
Simon Pauk Hansen	EVP & COO	100 000
Charlotte Svensson	EVP & CIO	50 000
Carina Heander	EVP & Chief of staff	40 000
Kjetil Håbjørg	EVP Airline Services	25 000
Karl Sandlund	EVP & CCO	20 000

Nøkkeltall per 31.12.2021	
<i>(MSEK)</i>	
Driftinntekter	20513
EBITDA	-2736
Årsresultat	-9345
Sum eiendeler	57433
Sum egenkapital	10490
Sum gjeld	46943

Tabell 10: Oversikt SAS

7.3.1. Selskapsstruktur



Figur 3: Selskapsstruktur SAS. Kilde: sasgroup.net

SAS ble opprinnelig dannet av Det Danske Luftfartselskab A/S, Det Norske Luftfartsselskap A/S og Svensk Interkontinental Lufttrafik AB (SILA), som et nasjonalselskap for disse landene. I 2001 ble de opprinnelige eierselskapene, SAS Danmark, SAS Norge og SAS Sverige, avviklet og organisert som ett selskap (SAS AB). Selskapet er børsnotert i Stockholm, København og Oslo. Etter den norske stat i 2018 solgte seg ut av selskapet, har SAS vært eid av den danske og svenske stat sammen med ulike profesjonelle og private investorer.

SAS sin selskapsstruktur er i likhet med Norwegian og luftfarsæringen generelt, bygd opp av et morselskap og flere datterselskaper som operer sine egne virksomhetsområder. Selskapsgruppens morselskap er SAS AB. Datterselskapene er 100% eid av SAS AB. Den største delen av selskapets virksomhet foregår i SAS konsortium, men selskapets operasjoner organiseres likevel ut ifra de ulike basene i de respektive landene.

7.3.2. Restruktureringen

På grunn av utbruddet av COVID-19, og påfølgende reisebegrensninger, stanset SAS det meste av trafikken fra midten av mars. Fra midten av mars, ble cirka 90 prosent av SAS 'ansatte midlertidig permittert. Permitteringsordninger har vært avgjørende for å optimalisere bemanning, og for å kunne skalere opp og ned i henhold til etterspørsel.

Til tross for selskapets innsats for å redusere kostnader ga pandemien et ytterligere behov for å bøte på likviditetssituasjonen, og den negative egenkapitalen som ble

forårsaket av utbruddet. Som tiltak ble en rekapitaliseringsplan iverksatt. Det poengteres her at SAS ikke har gjennomført rekonstruksjon under den midlertidige lov om rekonstruksjon. Første del av rekapitaliseringsplanen innebar en rettet emisjon tilsvarende 2 milliarder SEK, mot regjeringen i Danmark og Sverige. Videre foretok selskapet en rettighetsemisjon på ordinære aksjer til en verdi av 4 milliarder SEK, og en utstedelse av nye hybridobligasjoner på 5 milliarder SEK. Hybridobligasjonene ble fordelt likt mellom regjeringene i de to sistnevnte land. I tillegg ble det utstedt nye hybridobligasjoner til den danske regjering tilsvarende 1 milliard SEK. Selskapet foretok videre en gjeldskonvertering av eksisterende hybridobligasjoner på 1,5 milliarder SEK, til ordinære aksjer som lød på 90% av pålydende. SAS foretok også en konvertering av eksisterende 2,25 milliarder SEK i seniorobligasjoner, 0,6 milliarder SEK av disse ble konvertert til ordinære aksjer, og 1,6 milliarder SEK til en ny kommersiell hybridobligasjon.

Totalt økte rekapitaliseringen likviditeten med 12 milliarder SEK, reduserte gjelden med 2,25 milliarder SEK og styrket egenkapitalen med 14,25 milliarder SEK.

7.3.3. Kapitalstruktur

For å få en tydelig oversikt over SAS sin kapitalstruktur vil vi presentere en oversikt over selskapets kapital. I oversikten har vi valgt å fordele gjelden i kortsiktig gjeld og langsiktig gjeld. For egenkapitalen presenterer vi postene aksjekapital og samlet egenkapital. I tillegg har vi valgt å regne ut selskapets arbeidskapital (omløpsmidler-kortsiktig gjeld) for å se hvilke likvide midler selskapet har tilgjengelig. Driftsmidler er bare inkludert i oversikten for å få frem resten av selskapets eiendeler, og påvirker ikke selskapets nåværende kapitalstruktur. Oversikten inkluderer årene 2017-2020 for å få frem hvordan rekapitaliseringen påvirket kapitalstrukturen, samt hvordan kapitalstrukturen så ut før selskapet havnet i den prøvende økonomiske situasjonen påført av COVID-19.

SAS (MSEK)	2017	2018	2019	2020
Sum Kortsiktig gjeld	15 134	14 920	15 115	18 622
Sum Langsiktig gjeld	9 364	12 011	13 525	28 321
Sum Gjeld	24 498	26 931	28 640	46 943
Omløpsmidler	12 303	13 072	11 731	12 332
Driftsmidler	20 252	21 127	22 281	45 101
Arbeidskapital	-2 831	-1 848	-3 384	-6 290
Aksjekapital	6 776	7 732	7 690	8 650
Sum Egenkapital	8 058	7 268	5 372	10 490

Tabell 11: Utvikling i kapitalstruktur SAS

Fra tabell 11 kan vi se at selskapet har hatt en urovekkende utvikling i forholdet mellom gjeld og egenkapital. Allerede i 2017 var SAS et gjeldstungt selskap. Fra 2017 har gjelden gradvis økt frem til 2019, mens egenkapitalen over de samme årene ble mindre.

I 2020 ser vi tydelig virkningen at tiltakene selskapet gjorde under rekapitaliseringen. Etter gjennomført rekapitalisering ser vi en større endring i både gjeld og egenkapital. Endringen i samlet egenkapital er i 2020 positiv, med en forhøyelse på 5118 MSEK, som er nesten en fordobling fra året før. I tabell 11 kan vi også se en klar sammenheng mellom økningen i aksjekapital og samlet egenkapital. Den største endringen i egenkapitalen er likevel representert av hybridobligasjoner, som det opplyses i selskapets årsrapport at står for en kapitaløkning på 7516 MSEK. Selskapets samlede egenkapital blir i 2020 likevel trukket mye ned som følge et negativt resultat for året.

Den drastiske utviklingen i langsiktig gjeld skyldes rentebærende leieforpliktelser. Økningen i gjeld var forventet, og er derfor heller ikke sett på som veldig urovekkende til tross for den store økningen.

Selskapet opplever fra 2019 til 2020 en ubeskjeden vekst i kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen blir svekket forholdsvis likt med at den kortsiktige gjelden øker. Det vil si at selskapet ikke klarer å opparbeide seg likvide midler i takt med at den påtar seg

ny gjeld. Arbeidskapitalen har vært negativ siden 2017, og det er ingen tegn til at denne trenden vil snu.

7.3.4. Likviditet

Likviditetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	12303	13072	11731	12332
Kortsiktig gjeld	15134	14920	15115	18622
Varelager	321	401	346	510
Betalingsmidler	8836	9756	8763	10231
Likviditetsgrad 1	0,81	0,88	0,78	0,66
Likviditetsgrad 2	0,79	0,85	0,75	0,63
Likviditetsgrad 3	0,58	0,65	0,58	0,55

Tabell 12: Likviditetsanalyse SAS

Likviditetsgrad 1 og 2 er ikke tilfredsstillende i noen av de inkluderte regnskapsårene, det vil si at selskapet ikke ville hatt mulighet til å dekke sine kortsiktige forpliktelser dersom de skulle forfalt nå. Mer bekymrende er den negative trenden som kan ses fra 2017 til 2020, til tross for selskapets rekapitalisering. I tabell 12 kan vi se at den negative trenden kommer av at omløpsmidlene fra 2018 til 2020 gradvis synker, samtidig som selskapet opparbeider seg mer kortsiktig gjeld. Likviditetsgradene er tilnærmet like, som kommer av varelageret er forholdsvis ubetydelig. Sammenligner man SAS med Norwegian peker dette mot at et lite varelager er vanlig for bransjen.

I motsetning til de to første ratene holder likviditetsgrad 3 seg forholdsvis stabil. Likviditetsgrad 3 er også tilfredsstillende i alle tre år, som er en indikator på at selskapet klarer å betjene sin gjeld etter hvert som den forfaller. Likviditetsgrad 3 er en mer langsiktig rate enn likviditetsgrad 1 og 2, og gir derfor et mer positivt syn på selskapets langsiktige likviditet.

7.3.5. *Soliditet*

Soliditetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
Gjeld	24497	26931	28640	46943
Utvikling Gjeld	5 %	9 %	6 %	39 %
Egenkapital	8058	7268	5372	10490
Utvikling EK	25 %	-11 %	-35 %	49 %
Totalkapital	32555	34199	34012	57433
Gjeldsgrad	3,04	3,71	5,33	4,48
Soliditet	25 %	21 %	16 %	18 %

Tabell 13: *Soliditetsanalyse SAS*

SAS har hatt en konservativ økning i gjeld fram til 2020, hvor selskapet har en økning i gjeld på 39 prosent, jf. tabell 13. Utviklingen i selskapets totalkapital synes å følge i takt med gjelden. Selskapets egenkapital har, i motsetning til selskapet gjeld, en mer varierende utvikling. Fra 2017 til 2019 hadde egenkapitalen en negativ trend. I 2020 får selskapets egenkapital en opptur og øker med 49 prosent. Både den drastiske økningen i gjeld og økningen i egenkapital er trolig et resultat av selskapets rekapitalisering, hvor selskapet både utstedte og konverterte hybridobligasjoner, samt gjennomførte en rettet emisjon.

Selskapets gjeldsgrad øker i takt med utviklingen i gjeld fram til 2020, hvor utviklingen i egenkapital har en høyere prosentvis økning enn utviklingen i gjeld, jf. tabell 13. Selskapets gjeldsgrad er likevel ikke urovekkende høy, noe som også reflekteres i selskapets rate for soliditet. Med en noe ustabil soliditetsrate, er det likevel vanskelig å si noe spesifikt om hvilken retning selskapet er på vei.

7.3.6. Rentabilitet

Lønnsomhetsanalyse				
	2017	2018	2019	2020
ROE	16,3 %	20,7 %	9,8 %	-117,8 %
ROTC	3,6 %	4,8 %	1,8 %	-20,4 %
ROA	3,5 %	4,6 %	1,8 %	-16,3 %
RNOA	-	56,3 %	13,8 %	-54,1 %
Driftsmargin	2,7 %	3,6 %	1,3 %	-45,6 %
ATO	132,7 %	134,0 %	135,2 %	44,9 %

Tabell 14: Lønnsomhetsanalyse SAS

Avkastning på egenkapitalen var positiv og relativt stabil frem til 2020 for SAS. ROE tok et lite fall i 2019, men siden det ikke er noen fasit på hva en god ROE er, anses også denne som bra. I 2020 har SAS et negativt årsresultat, som igjen resulterer i en negativ ROE. Dette betyr at selskapet frem til 2020 klarte å generere godt overskudd basert på den investerte egenkapitalen, men hadde et underskudd i 2020 som tilsvarte 117% av selskapets egenkapital. ROE er ikke en rate man kan bruke for å fastslå at selskapet har en dårlig rentabilitet, men brukes heller mest for å sammenligne med andre lignende selskaper som tidligere sagt i delkapittel 7.1.3.

ROTC viser hvordan selskapet har klart å generere overskudd basert på totalkapitalen, som vil si egenkapital og gjeld sammenlagt. Denne er også relativt stabil positiv frem til 2020. I 2020 er raten negativ av samme grunn som ROE. Som følge av dette er ikke ROTC tilfredsstillende i år 2020.

ROA viser hvor lønnsomt selskapet klarer å benytte sine eiendeler, når det kommer til å generere overskudd. Også ROA er positiv frem til 2020, men raten ligger nokså lavt også i årene 2017 – 2018.

I likhet med ROA har også RNOA hatt en negativ utvikling. RNOA måler hvor effektivt selskapet klarer å generere overskudd basert på sine operasjonelle eiendeler. RNOA viser altså det samme som ROA, men inkluderer ikke selskapets finansielle eiendeler. Med dette er det ikke rart at ratene har den samme utviklingen. Både ROA og

RNOA er best brukt i en sammenligning mot andre selskap i samme bransje, og bør i likhet med ROA ikke brukes for å konkludere selskapets drift.

Driftsmarginen har vært stabilt positiv fra 2017 til 2019, men har ingen ensformig trend. Marginen sank betydelig i 2020. Dette betyr at selskapets omsetning ikke har vært god nok til å dekke selskapets kostnader. Også før 2020 er driftsmarginen noe bekymrende, da den viser at selskapet ikke har hatt mye igjen etter å ha dekt årets kostnader. Dette tyder på at virksomheten ikke er veldig lønnsom.

ATO er selskapets mest positive rate, denne holder seg positiv til og med 2020. Dette vil si at selskapet effektivt klarer å utnytte selskapets kapital når man ser på driftsinntektene i forhold til totalkapitalen.

7.4 Hvilke effekter har de finansielle restruktureringene hatt?

I dette kapitlet skal vi drøfte effekten av de finansielle restruktureringene basert på regnskapsanalysene og teorien vi nå har vært igjennom.

Norwegian Air Shuttle og Scandinavian Airlines Services har begge hatt positiv effekt av henholdsvis restrukturering og rekapitalisering. At selskapene er på ulike stadier av rekonstruksjon på analysetidspunktet er påvirkende faktor for analysefunn og drøfting. I tillegg er selskapene som analyseres under forskjellige lovverk. Det tas her forbehold om at endelig resultat av restruktureringene, og effekten av disse i ettertid, ikke er fullt synlig fra analysen. Vi vil på bakgrunn av disse momentene vurdere restruktureringene varsomt.

7.4.1 Selskapsstrukturen

Funnene gjort gjennom denne analysen av to selskap i luftfartsnæringen, viser at selskapsstrukturene er kompliserte. Selskapsgruppene mange tilhørende datterselskap gjør strukturen uoversiktlig, og det er vanskelig å få et helhetlig bilde av selskapsgruppene.

I vår analyse fremkommer det at Norwegian, sammenlignet med SAS, har en mindre oversiktlig selskapsstruktur. Dette på bakgrunn av at de har et betydelig større antall datterselskaper. Norwegian sine datterselskaper har også en betydelig større lokasjonsspredning. Etter analysen kommer det videre frem av begge selskapsgruppene har delt inn datterselskapene etter bestemte formål, som for eksempel bakkehåndtering og cargo.

7.4.2 Likviditet

Likviditet refererer til selskapers betalingsevne, og likviditetsgradene i utførte analyser beskriver hovedsakelig selskapenes kortsiktige evne til å dekke løpende utgifter. Regnskapsanalysen viser at selskapene har hatt opplevd ulik effekt på likviditeten som følge av rekonstruksjon. Hos Norwegian ser vi at selskapet har fått en bedre kortsiktig betalingsevne under rekonstruksjon. Likviditetsgrad 3 viser til en mer langsiktig likviditet. Norwegian opplever en sterkt redusert likviditetsgrad her, til sammenligning med årene før. Det skal her poengteres at Norwegian også før 2020 hadde en lav og utilfredsstillende rate. Dette tilsier at selskapets likvide midler er lite bestående kontantbeholdning og bankinnskudd. Sett under ett har likevel likviditeten forbedret seg under rekonstruksjonen. Det konkluderes med at rekonstruksjonen så langt har forbedret selskapets evne til å betale kortsiktige forpliktelser, med forbehold om at selskapets omløpsmidler innen rimelig tid kan omgjøres til, eller brukes som betalingsmidler.

SAS har i kontrast til Norwegian opplevd en redusert kortsiktig likviditet etter rekapitaliseringen. Selskapet opplever også en redusert langsiktig likviditet, men endringen i denne raten er ikke bekymringsfull når man sammenligner raten i 2020 mot samme rate i tidligere år. På bakgrunn av analysefunn konkluderes det med at SAS sin evne til å møte løpende forpliktelser har blitt svakere umiddelbart etter rekapitaliseringen.

7.4.3 Soliditet

Analysen viser at selskapsgruppenes balanse har hatt ulik utvikling de siste årene. Likt for selskapene er en relativ høy gjeldsandel. Dette gjenspeiles som vanlig for bransjen. Gjeldsgraden til Norwegian er likevel drastisk høyere enn SAS sin, som vil si at

Norwegian sin kapital innehar en betydelig høyere andel gjeld enn SAS. I teorien gir en høy gjeldsandel høy risiko for insolvens, og derfor også høy risiko for at det begjæres konkurs i selskapet. Forholdet mellom egenkapital og gjeld av avgjørende for selskapenes evne til å tåle tap.

Analysen viser videre en stor forskjell mellom selskapene når det kommer til soliditet. Norwegian har en svært svak soliditet, mens SAS har en noe mer tilfredsstillende soliditet. Teorien sier at en høy gjeldsgrad og svak soliditetsrate ofte indikerer en langsiktig likviditetsrisiko. Dette samsvarer med funnene gjort ved likviditetsanalysen, hvor analysen antydte en svakere langsiktig likviditet hos Norwegian enn hos SAS. Rekonstruksjonen har i stor grad påvirket Norwegian sin balanse. Selskapet har redusert gjeld med 45% fra 2019. Til gjengjeld har selskapet fått en negativ soliditetsrate som følge av negativ egenkapital i 2020. Den negative egenkapitalen er som tidligere nevnt et resultat av selskapets kjøp av egne aksjer, og selskapets soliditetsrate tolkes på bakgrunn av dette med varsomhet. Det må her nevnes at analysen ikke viser full effekt av rekonstruksjon, og at forbedringer i selskapets balanse mulig vil vises i årsrapporten for 2021. På bakgrunn av dette er det vanskelig å konkludere med rekonstruksjonens effekt på selskapets balanse, men det vises til at soliditeten så langt har hatt en negativ effekt.

Rekapitaliseringen hos SAS har i mindre grad hatt påvirkning på gjeldsgrad og soliditetsraten. Dette kommer av at selskapet i tillegg til å ha økt gjeld i 2020, også har økt egenkapital. Utviklingen i selskapets egenkapital har vært positiv nok til å kunne utligne den nye gjelden, og selskapet har derfor opparbeidet seg en høyere soliditetsrate etter rekapitaliseringen. Det konkluderes derfor med at rekapitaliseringen har hatt en positiv effekt for SAS.

7.4.4 Rentabilitet

Rentabilitet viser hvordan selskapene evner å skape inntjening, og derfor hvorvidt selskapene er lønnsomme. Flere av ratene brukt i lønnsomhetsanalysen er best brukt for å sammenligne selskaper i samme bransje, slik at vi i nå kan se Norwegian og SAS opp

mot hverandre. Analysen inneholder rater som er knyttet til avkastning på selskapenes eiendeler, egenkapital og totalkapital, i tillegg til rater knyttet til inntjening og resultat. I lønnsomhetsanalysen er ROE misvisende for Norwegian i 2020, dette er som tidligere nevnt et resultat av at selskapet har negativ egenkapital. Det er likevel grunn til å tro at selskapets avkastning på egenkapital ikke er tilfredsstillende, som følge av et negativt årsresultat. Hvis vi sammenligner Norwegian og SAS sin avkastning på egenkapital blir det tydelig at Norwegian hadde problemer med å skape lønnsomhet på dette området også før pandemien. SAS har stabil positiv avkastning på egenkapital frem til 2020, hvor selskapet har en negativ avkastning som følge av negativt årsresultat. Norwegian har hatt negativ avkastning på egenkapitalen i alle analyse-årene.

Også avkastning på totalkapital har vært stabilt negativ hos Norwegian i alle analyse årene. I årene før pandemien hadde ROTC en positiv utvikling, men som vi kan se i analysen ble denne drastisk redusert i 2020. SAS hadde positiv avkastning på totalkapitalen frem til 2020, men hadde i motsetning til Norwegian en negativ trend i årene før rekapitaliseringen.

Avkastning på eiendeler, både totale eiendeler og netto operasjonelle eiendeler, har vært stabilt negativ hos Norwegian, også før selskapet gikk inn i rekonstruksjon. SAS har en bedre avkastning på eiendeler, der begge ratene var stabilt positive frem til 2020. Driftsmargin hos Norwegian er stabilt negativ, med en noe varierende trend. SAS sin driftsmargin er stabilt positiv frem til 2020, men har i likhet med Norwegian en noe varierende trend. Analysen viser her at begge selskaper har en varierende lønnsomhet fra år til år. Dette kommer av at selskapene enten har ustabile driftsinntekter, eller at driftskostnadene varierer fra år til år.

Både Norwegian og SAS har stabilt positiv ATO. Norwegian hadde en god ATO frem til 2019, hvor raten plutselig faller kraftig. For Norwegian har den påbegynte rekonstruksjonen så langt hatt en positiv effekt på ATO, men sammenlignet med SAS og hvor selskapet pleide å ligge, er det grunn til å tro at denne fortsatt ikke er tilfredsstillende. For SAS har ATO hatt en nedgang etter rekapitaliseringen. Selskapets ATO har vært på et svært høyt nivå de tidligere årene, noe som får nedgangen i 2020 til å se drastisk ut.

8.0 Oppsummering og konklusjon

I kapittel 7 analyserte vi selskapsgruppene Norwegian og SAS med hensyn til følgende problemstilling:

Finansiell restrukturering i luftfartsnæringen – hvilken effekt har det?

Vi tar i denne forskningsoppgaven forbehold om at analysene ikke er gjort på et optimalt tidspunkt, da Norwegian fortsatt var under rekonstruksjon ved analysetidspunktet, og SAS akkurat var blitt ferdig med sin rekapitalisering. Dette gjør det umulig å kunne konkludere om langtidseffekten av restruktureringene, og om hvorvidt restruktureringene vil ha langsiktig positiv effekt. Analysene gjort i kapittel 7 baserer seg kun på de to utvalgte selskapsgruppene, og analysefunnene gjelder derfor kun for disse. Avgrensningene som er gjort i forskningsoppgaven kan ha hatt påvirkning på forskningsresultatet.

Hovedfunnet i regnskapsanalysen viser at restrukturering gir selskapene en kortsiktig positiv effekt. Dette er hovedsakelig som følge av at restrukturingsprosessen gir selskapene mulighet til å rekapitalisere, og gjøre nødvendige endringer i selskapets kapitalstruktur. Et tiltak som har vist seg både avgjørende og populært er selskapenes mulighet til å konvertere gjeld til egenkapital. Analysene viser videre at alle rentabilitetsratene synker når selskapet gjennomgår restrukturering, og i umiddelbar tid etterpå. Resultatene fra lønnsomhetsanalysen gjenspeiler tydelig utfordringene som luftfartsnæringen har stått i igjennom pandemien. Manglende avkastning og inntjening kommer som følge av reiserestriksjonene, og funnene i analysen var derfor å forvente.

Luftfartsnæringen har hatt meget betydelige økonomiske utfordringer som følge av utbruddet av COVID-19, og restriksjonene som medfulgte. Statistikk viser at den nye midlertidige loven om rekonstruksjon har virket etter sin hensikt da antall rekonstruksjoner har økt sammenlignet med antall gjeldsforhandlinger (Ulriksen, 2021). Juridisk teori viser også til at den nye loven gir betraktelig bedre muligheter for en vellykket rettslig restrukturering. I lys av teorien og drøftelsen konkluderer vi med at

den midlertidige loven om rekonstruksjon gir selskaper en bedre effekt fra restrukturering enn tidligere lovverk på området.

Selskapsgruppene som er analysert er to nasjonale flyselskaper som begge er viktig for nasjonal infrastruktur i sine respektive land. Selskapene har begge mottatt stor statlig støtte gjennom rekonstruksjonen. Selskapenes overlevelse er videre av stor interesse for markedene, som gjenspeiles i hvordan selskapene har klart å bringe inn ny kapital gjennom emisjoner, til tross for deres utfordrende økonomiske situasjon.

Forskningsoppgaven gir innsikt i effekten av finansiell restrukturering for selskapsgrupper i luftfartsnæringen. Utover det som er medtatt i studie, er det ytterligere forhold som kunne vært interessante for forskning. Vi mener analysen bør gjennomføres på et senere tidspunkt, samt inkludere et større utvalg av selskapsgrupper, for å kunne se virkningene av restrukturering i et mer langsiktig perspektiv.

9.0 Referanseliste

Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44).

https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/*#*

Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper (LOV-1997-06-13- 45)

Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45/*#*

Andenæs, M. H. (2010). *Konkurs* (3. utg.). Mads Henry Andenæs.

Andersen. G. (2019). *Valg av forskningsmetode*. Ndl.no

[https://ndla.no/subject:1:80f10045-2faa-4f6f-be0f-](https://ndla.no/subject:1:80f10045-2faa-4f6f-be0f-4c7ec9618186/topic:3:186530/topic:2:70510/resource:1:56937)

[4c7ec9618186/topic:3:186530/topic:2:70510/resource:1:56937](https://ndla.no/subject:1:80f10045-2faa-4f6f-be0f-4c7ec9618186/topic:3:186530/topic:2:70510/resource:1:56937)

Avlesen-Østlie, E; Baksaas,M; Haugen, D.O; Schwencke, H.R; Steinehim, T. (2021).

Årsregnskapet i teori og praksis 2020. Gyldendal Norsk Forlag AS.

Berk, J. & Demarzo, P. (2014). *Corporate Finance: The Core, Global Edition*.

Pearson Education UK.

Bråthen, T. (2017). *Selskapsrett* (5. utg.). Gyldendal Focus forlag

Dalland, O. (2017). *Metode og oppgaveskriving* (6. utg.). Gyldendal akademisk.

Debet. (u.å.) *Kassekreditt – Hva er kassekreditt?*

<https://www.debet.no/ordbok/kassekreditt>

DNB. (u.å.). *Kassekreditt*.

<https://www.dnb.no/bedrift/finansiering/kassekreditt>

Ellingsæter, S. S & Meling, M. (2020). Rekonstruksjonslovens muligheter og begrensninger. *Tidsskrift for forretningsjus*.

<https://www.duo.uio.no/bitstream/handle/10852/82362/Rekonstruksjonslovens%2Bmuligheter>

[gheter%2Bog%2Bbegrensninger%2B%2528open%2Baccess%2529_Ellings%25C3%25A6ter%2Bog%2BMeling.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://www.ellings.com/gheter%2Bog%2Bbegrensninger%2B%2528open%2Baccess%2529_Ellings%25C3%25A6ter%2Bog%2BMeling.pdf?sequence=2&isAllowed=y)

Endre, K. & Herdlevær, T. (2005). Forhandling av låneavtaler. Dahl, G. (Red.). *Praktisk økonomi og finans* (nr. 4, s. 85-96). Universitetsforlaget.

https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/file/pdf/33227137/pof_2005_04_pdf.pdf

Euronext. (2021). Kursoversikt Norwegian Air Shuttle.

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010196140-XOSL>

Euronext. (2021). Kursoversikt Scandinavian Airlines Services.:

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/SE0003366871-XOSL>

Fossan-Waage, P. (2020, 11.juni). Midlertidig lov om rekonstruksjon vedtatt – og brukes nå av det første selskapet. *PwC Finansbloggen*.

<https://blogg.pwc.no/finansbloggen/midlertidig-lov-om-rekonstruksjon-vedtatt>

Garrido, J. M. a. (2012). *Out-of-court debt restructuring*. Washington, D.C.: World Bank.

Gaughan, P. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons.

GIEK. (u.å). *Fra hele Norge til hele verden*.

<https://www.giek.no/giek-pa-1-2-3/>

Giverholt, K. A. (2020). *Omfattende tiltakspakke for norsk luftfart: 6 milliarder i lånegaranti*.

<https://www.venstre.no/artikkel/2020/03/19/omfattende-tiltakspakke-for-norsk-luftfart-6-milliarder-i-lanegaranti/>

Kandidatnummer 124/Universitetet i Bergen. (2018). *Styrets balansering av selskapsinteressen mot kreditorinteressen når aksjeselskapet har økonomiske problemer*. [Masteroppgave, Universitetet i Bergen]. Bergen Open Research Archive.

https://bora.uib.no/bora-xmlui/bitstream/handle/1956/18510/124_JUS399_V18.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Konkursloven. (1984). Lov om gjeldsforhandling og konkurs (LOV-1984-06-08- 58)
[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1984-06-08- 58?q=konkursloven](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1984-06-08-58?q=konkursloven)

Konkursrådet. (u.å.). *Konkurs i aksjeselskaper*.
<https://www.konkursradet.no/konkurs-i-aksjeselskaper.304774.no.html>

Norges Bank. (2014). *Syndikerte lån*.
<https://www.nbim.no/no/publikasjoner/diskusjonsnotater/2014/syndicated-loans/>

Norges Bank. (2018). *Det norske finansielle systemet – En oversikt*.
https://www.norges-bank.no/contentassets/d8039ff2c8a9438c9400132c46c241e1/dnfs_2018.pdf

Norges domstoler. (u.å.) *Rekonstruksjon*.
<https://www.domstol.no/gjeld-og-konkurs/konkurs/rekonstruksjon/>

Norsk Restruktureringsforum. (2018). *Norsk anbefaling for restruktureringsprosesser*.
<https://www.reforum.no/wp-content/uploads/2018/04/180331-Anbefaling-for-restruktureringsprosesser.pdf?>

Norwegian Air Shuttle. (2018). *Annual Report 2017*.
<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-2017-interactive.pdf>

Norwegian Air Shuttle. (2019). *Annual Report 2018*.
<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2018.pdf>

Norwegian Air Shuttle. (2020). *Annual Report 2019*.

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2019.pdf>

Norwegian Air Shuttle. (2021). *Annual Report 2020*.

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2020.pdf>

Norwegian Air Shuttle. (u.å). *Bedriftsstruktur*.

<https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/struktur/>

Norwegian Air Shuttle. (2021). *Norwegians rekonstruksjon i Norge er foreløpig godkjent*.

<https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegians-rekonstruksjon-i-norge-er-foreloepig-godkjent-3089528>

NOU 1972:20 (1972). *Gjeldsforhandling og konkurs*.

https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2012053108183

PricewaterhouseCoopers. (2021). *PwC-guiden – til hjelp for styrer og ledere i små og mellomstore bedrifter*.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/styreportalen/pwc-guiden-2021.pdf>

PricewaterhouseCoopers (2016). *Ny IFRS-Standard for regnskapsføring av leieavtaler – Endelig er standarden klar, er du?*

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf>

Prop. 75 L (2019-2020). *Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven)*. Justis- og beredskapsdepartementet.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-75-l-20192020/id2697410/?ch=1>

Regjeringen.no. (2020). *Foreslår endringer i lånegarantiordningen for luftfart.*

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/foreslar-endringer-i-lanegarantiordningen-for-luftfart/id2704388/>

Regjeringen.no. (2015). *Luftfarten i Norge.*

<https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/luftfart/luftfarten-i-norge/id2076248/>

Scandinavian Air Shuttle. (2018). *Annual Report 2016/2017.*

<https://www.sasgroup.net/investor-relations/financial-reports/annual-reports/sas-annual-report-2016-2017/>

Scandinavian Air Shuttle (2019). *Annual Report 2018.*

<https://www.sasgroup.net/investor-relations/financial-reports/annual-reports/sas-annual-report-fiscal-year-2018/>

Scandinavian Air Shuttle (2020). *Annual Report 2019.*

<https://www.sasgroup.net/investor-relations/financial-reports/annual-reports/sas-annual-and-sustainability-report-fiscal-year-2019/>

Scandinavian Air Shuttle (2021). *Annual Report 2020.*

https://www.sasgroup.net/files/documents/Corporate_governance/annual-reports/SAS_AST19-20_ENG2.pdf

Skatteetaten. (u.å). *Garantiprovisjon*

<https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/2020/renter-av-gjeld/R-12.037/R-12.054/>

Stortinget.no. (2014). *Kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser*

<https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2014-2015/inns-201415-179/4/>

TV2. (2020). *Byfogden i Oslo sier ja til Norwegianers begjæring om rekonstruksjon, opplyser selskapet.*

<https://www.tv2.no/a/11824851/>

Ulrikke, E. S. (2021). *Hva er nytt i den midlertidige rekonstruksjonsloven?*. Juridika.

<https://juridika.no/innsikt/hva-er-nytt-i-den-midlertidige-rekonstruksjonsloven>

Visma. (u.å.). *Kassekreditt – Hva er kassekreditt?*

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/k/kassekreditt/>

Valenzuela, S. (2021). *Finansieringsguiden: Slik skaffer du finansiering til din bedrift.* FundingPartner.

<https://fundingpartner.no/bedriftslan/blogg-finansieringsguiden>

10.0 Vedlegg

Vedlegg 1: Resultatregnskap – Norwegian Air Shuttle

Resultatregnskap - Norwegian Air Shuttle	2019	2020
Total operating revenue	43521,9	9095,7
Personnel expenses	6817,5	2 921,2
Aviation fuel	12607,1	2 006,7
Airport and ATC charges	4140,3	772,5
Handling charges	5260,2	1 392,2
Technical maintenance expenses	3379,2	1 791,8
Other operating expenses	4849,9	1 961,9
Other losses/gains - net	-845,8	3 004,7
Total opex excl lease and depreciation	36208,4	13851,0
EBITDAR	7 313,5	-4 755,3
Aircraft lease, depreciation and amortization	6 457,5	6197,5
Impairment assets held for sale	0	12815,7
Operating profit (EBIT)	856,0	-23 768,5
Interest income	204,5	68,2
Interest expense	-3 108,6	-2690,7
Other financial income (expense)	374,1	4265,7
Net financial items	-2530	1643,2
Profit (loss) from associated companies	-13,6	-7,8
Profit (loss) before tax (EBT)	-1 687,6	-22 133,1
Income tax expense (income)	-78,5	906,8
Net profit (loss)	-1 609,1	-23 039,90

Vedlegg 2: Balanseregnskap 2019 og 2020 – Norwegian Air Shuttle

Balanseregnskap - Norwegian Air Shuttle		2019	2020
ASSETS			
Intangible assets	NCOA	198,2	200,9
Deferred tax asset	NCOA	2 672,4	1 966,20
Aircraft, parts and installations on leased aircraft	NCOA	27 392,0	6 129,60
Right-of-use aircraft, parts and installations	NCOA	33 245,4	2 791,40
Equipment and fixtures	NCOA	197,9	163,2
Right-of-use equipment	NCOA	35,7	0
Buildings	NCOA	263,7	252,4
Right-of-use buildings	NCOA	297,3	216,6
Financial assets available for sale	NCFA	0	3,7
Investments in associate	ITS	23,7	80,4
Prepayment to aircraft manufacturers	NCFA	4 946,6	0
Other receivables	NCOA	1 461,4	62,6
Total non-current assets		70734,3	11867,0
Assets included in disposal group classified as held for sale	OCA	1 204,5	30 377,10
Inventory	OCA	175,7	64,1
Trade and other receivables	OCA	10 132,9	4 578,80
Cash and cash equivalents	FCA	3 095,6	2 666,90
Total current assets		14 608,7	37 686,90
TOTAL ASSETS		85343	49554

EQUITY AND LIABILITIES

Share capital		16,3	397,5
Share premium		6 664,10	18805,1
Other paid-in equity		149,2	943,5
Other reserves		1 085,50	112,8
Retained earnings		-3 814,00	-26882,7
Non-controlling interest		23,8	0
Total Equity	E	4 124,90	-6623,8
Pension obligation	NCOL	177,5	227,8
Provision for periodic maintenance	NCOL	3 879,0	1598,8
Other non-current liabilities	NCOL	1,1	13,9
Deferred tax	NCOL	540,7	650
Borrowings	NCIBD	22144,4	0
Lease liability	NCOL	30 079,8	185,7
Derivative financial instruments	NCOL	369,2	3,2
Total non-current liabilities		57 191,7	2679,4
Liabilities included in disposal group classifies as held for sale	COL	0,00	30767,8
Borrowings	CIBD	4 589,60	8769,9
Lease liability	COL	4 194,50	3165,4
Trade and other payables	COL	9 129,50	10328,8
Air traffic settlement liabilities	COL	6 106,50	401,5
Derivative financial instruments	COL	0	49,2
Tax payable	COL	6,1	15,8
Total current liabilities		24 026,20	53498,4
Total liabilities		81 217,9	56177,8
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES		85343	49554

Vedlegg 3: Balanseregnskap 2017 og 2018 – Norwegian Air Shuttle

	2017	2018
ASSETS		
Intangible assets	201,4	212,3
Deferred tax asset	1018,9	2673,8
Aircraft, parts and installations on leased aircraft	25861,9	31064,2
Equipment and fixtures	90,5	211,4
Buildings	279,5	269,4
Derivate financial instruments	31	3,5
Financial assets available for sale	2,7	
Investments in associate	832,6	70,3
Prepayment to aircraft manufacturers	5219,4	8561,3
Other receivables	790	1142,4
Total non-current assets	34327,9	44208,6
Assets held for sale		850,6
Inventory	101,9	167,3
Trade and other receivables	4357,6	6752,6
Derivate financial instruments	615,7	32,6
Investment in financial assets	80	
Financial assets available for sale		2051,8
Cash and cash equivalents	4039,8	1921,7
Total current assets	9195	11776,6
TOTAL ASSETS	43522,9	55985,2

EQUITY AND LIABILITIES

Share capital	3,6	4,5
Share premium	1231,6	2686,7
Other paid-in equity	127,8	132,9
Other reserves	641,4	1011,7
Retained earnings	81,7	-2148,6
Non-controlling interest	12,3	17,3
Total Equity	2098,4	1704,5
Pension obligation	149,7	146,5
Provision for periodic maintenance	2679,4	3187,5
Other non-current liabilities	137,1	145,2
Deferred tax	0	614,5
Borrowings	22060,3	22530
Derivative financial instruments		38,1
Total non-current liabilities	25026,5	26661,8
Short term part of Borrowings	4244,5	11309,1
Trade and other payables	5568,3	8011,8
Air traffic settlement liabilities	6493,6	6907,3
Derivative financial instruments	41,8	1359,4
Tax payable	49,6	31,4
Total current liabilities	16397,8	27619
Total liabilities	41424,3	54280,8
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	43522,7	55985,3

Vedlegg 4: Reformulert resultatregnskap – Norwegian Air Shuttle

Reformulert resultatregnskap - Norwegian Air Shuttle	2019		2020
Total operating revenue	43521,9		9095,7
Personnel expenses	6817,5	15,7 %	2921,2
Aviation fuel	12607,1	29,0 %	2006,7
Airport and ATC charges	4140,3	9,5 %	772,5
Handling charges	5260,2	12,1 %	1392,2
Technical maintenance expenses	3379,2	7,8 %	1791,8
Other operating expenses	4849,9	11,1 %	1961,9
Other losses/gains - net	-845,8	-1,9 %	3004,7
Operating expenses	36208,4	83,2 %	13851
		0,0 %	
EBITDA	7313,5	16,8 %	-4755,3
		0,0 %	
Aircraft lease, depreciation and amortization	6457,5	14,8 %	6197,5
Impairment assets held for sale	0	0,0 %	12815,7
Operating profit (EBIT)	856	2,0 %	-23768,5
		0,0 %	
		0,0 %	
Income tax expense (income)	78,5	0,2 %	-906,8
Tax-effect on financial items	-556,6	-1,3 %	361,5
NOPAT	377,9	0,9 %	-24313,8
		0,0 %	
Interest income	204,5	0,5 %	68,2
Interest expense	-3108,6	-7,1 %	-2690,7
Other financial income (expense)	374,1	0,9 %	4265,7
Net financial items	-2530	-5,8 %	1643,2
Profit (loss) from associated companies	-13,6	0,0 %	-7,8
Profit (loss) before tax (EBT)	-1687,6	-3,9 %	-22133,1
		0,0 %	
Tax-effect on financial items	556,6	1,3 %	-361,504
Net financial items after tax effekt	-1973,4	-4,5 %	1281,696
		0,0 %	
Net profit/loss	-1609,1	-3,7 %	-23039,9

Vedlegg 5: Reformulert balanseregnskap 2019 og 2020 – Norwegian Air Shuttle

Reformulerte balanser - Norwegian Air Shuttle

TA-balansen:

NCOA	65764,0	11782,9
ITS	23,7	80,4
NCFA	4946,6	3,7
OCA	11513,1	35020,0
FCA	3095,6	2666,9
SUM	85343	49554
E	4124,9	-6623,8
NCOL	35047,3	2679,4
NCIBD	22144,4	0,0
CIBD	4589,6	8769,9
COL	19436,6	44728,5
SUM	85343	49554

NOA-balansen:

NOA	22793,2	-605,0
ITS	23,7	80,4
SUM	22816,9	-524,6
E	4124,9	-6623,8
NIBD	18691,8	6099,3
SUM	22816,7	-524,5

Vedlegg 6: Reformulert balanseregnskap 2017 og 2018 – Norwegian Air Shuttle

TA-Balanse		
NCOA	28273,2	35577
NCFA	5222,1	8561,3
ITS	832,6	70,3
OCA	5075,2	9854,9
FCA	4119,8	1921,7
SUM	43522,9	55985,2
E	2098,4	1704,5
NCOL	2966,2	4131,8
NCIBD	22060,3	22530
CIBD	4244,5	11309,1
COL	12153,3	16309,9
SUM	43522,7	55985,3

NOA-Balanse		
NOA	18228,9	24990,2
ITS	832,6	70,3
SUM	19061,5	25060,5
NIBD	16962,9	23356,1
E	2098,4	1704,5
SUM	19061,3	25060,6

Vedlegg 7: Resultatregnskap – Scandinavian Airlines Services

Resultatregnskap - Scandinavian Airlines Services	2019	2020
Revenue	46112	20513
Personell expenses	-9934	-7969
Jet-fuel costs	-9672	-5626
Air-traffic charges	-4194	-1872
Other external expenses	-19324	-7782
Depreciation, amortization and impairment	-1924	-6822
Income from shares in affiliated companies	-10	7
income from sale of aircrafts and other non-current assets	112	2
Operating income	1166	-9549
Financial income	172	806
Financial expences	-544	-1408
income before tax	794	-10151
Tax	-173	806
Net income for the year	621	-9345

Vedlegg 8: Balanseregnskap 2019 og 2020 - Scandinavian Airlines Services

Balanseregnskap - Scandinavian Airlines Services		2019	2020
ASSETS			
Intangible assets	NCOA	1416	1273
Aircraft and spare engines/ parts	NCOA	11696	15630
Other tangible assets	NCOA	802	736
Prepayment for aircraft	NCOA	3071	2495
Right-of-use assets	NCOA		17264
Participations in affiliated companies	ITS	14	19
Other participations	NCFA	9	9
Pension funds, net	NCFA	2004	3172
Long-term receivables	NCOA	2519	2863
Deffered tax assets	NCOA	750	1640
Total Non-current assets		22281	45101
Inventories and expendable spare parts	OCA	346	510
Accounts receivable	OCA	1233	318
Receivables from affiliated companies	OCA	0	0
Other receivables	OCA	543	800
Prepaid expences and accrued income	OCA	846	473
Cash and Cash equivalents	FCA	8763	10231
Total Current assets		11731	12332
TOTAL ASSETS		34012	57433
EQUITY AND LIABILITIES			
Share capital		7690	8650
Other cotributed capital		170	2899
Reserves		112	-216
Hybrid bonds		1500	7615
Retained earnings incl. Net income for the year		-4100	-8458
Non-controlling interest		0	0
Total Equity	E	5372	10490
Interest-bearing liabilities	NICBD	9 450	11 219
Interest-bearing lease liabilities	NICBD		13 499
Other liabilities	NCOL	1 926	1 999
Provisions	NCOL	1 966	1 322
Deferred tax liabilities	NCOL	183	282
Total Non-Current liabilities		13 525	28 321
Interest-bearing liabilities	CIBD	1 833	3 773
Interest-bearing lease liabilities	CIBD		3 105

Accounts payable	COL	1 700	1 191
Unearned transportation revenue liability	COL	6 049	5 346
tax liabilities	COL	17	3
Other liabilities	COL	755	667
Accrued expenses and prepaid income	COL	3 202	2 265
provisions	COL	1559	2 272
Total Current liabilities		15 115	18 622
Total liabilities		28640	46943
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES		34012	57433

Vedlegg 9: Balanseregnskap 2017 og 2018 - Scandinavian Airlines Services

TA-Balanse		
	2017	2018
NCOA	14988	16634
NCFA	4890	4076
OCA	3467	3316
FCA	8836	9756
ITS	374	417
SUM	32555	34199
E	8058	7268
NCIBD	5541	7492
NCOL	3823	4519
CIBD	3034	2600
COL	12100	12320
SUM	32556	34199

NOA-Balanse		
	2017	2018
NOA	2532	3111
ITS	374	417
SUM	2906	3528
E	8058	7268
NIBD	-5151	-3740
SUM	2907	3528

Vedlegg 10: Reformulert resultatregnskap - Scandinavian Airlines Services

Reformulert resultatregnskap - Scandinavian Airlines Services	2019		2020
Revenue	46112		20513
Personel expenses	-9934	-21,54 %	-7969
Jet-fuel cost	-9672	-20,98 %	-5626
Air-traffic charges	-4194	-9,10 %	-1872
Other external expenses	-19324	-41,91 %	-7782
Operating expenses	-43124	-93,52 %	-23249
		0,00 %	
EBITDA	2988	6,48 %	-2736
		0,00 %	
Depreciation, amortization and impairment	-1924	-4,17 %	-6822
Income from sale of aircrafts and other non-current assets	112	0,24 %	2
Operating profit (EBIT)	1176	2,55 %	-9556
		0,00 %	
Tax	-173	-0,38 %	806
Tax-effect on financial items	-81,84	-0,18 %	-132,44
NOPAT	921,16	2,00 %	-8882,44
		0,00 %	
Interest income	172	0,37 %	806
Interest expense	-544	-1,18 %	-1408
Net financial items	-372	-0,81 %	-602
Income from shares in affiliated companies	-10	-0,02 %	7
		0,00 %	
Tax-effect on financial items	81,84	0,18 %	-132,44
Net financial items after tax effect	-290,16	-0,63 %	-469,56
		0,00 %	
Net profit/loss	621	1,35 %	-9345

Vedlegg 11: Reformulert balanseregnskap 2019 og 2020 - Scandinavian Airlines Services

Reformulerte balanser - Scandinavian Airlines Services

TA-balansen:

NCOA	20254	41901
ITS	14	19
NCFA	2013	3181
OCA	2968	2101
FCA	8763	10231
SUM	34012	57433

E	5372	10490
NCOL	4075	3603
NCIBD	9450	24718
CIBD	1833	6878
COL	13282	11744
SUM	34012	57433

NOA-balansen:

NOA	5865	28655
ITS	14	19
SUM	5879	28674

E	5372	10490
NIBD	507	18184
SUM	5879	28674

Vedlegg 12: Reformulert balanseregnskap 2017 og 2018 – Scandinavian Airlines Services

	2017	2018
ASSETS		
<i>Fixed assets</i>		
Intangible assets	1581	1498
Aircraft and spare engines/ parts	7957	8859
Land and buildings	549	500
workshop and aircraft servicing equipment	88	73
Other equipment and vehicles	95	102
Investment in progress	16	48
Prepaymet relating to tangible fixed assets	1987	2658
<i>Financial fixed assets</i>		
Equity in affiliated companies	374	417
Other holdings of securities	3	3
pension funds, net	4871	4025
Deferred tax assets	219	174
Other long-term receivables	2512	2770
<i>Current assets</i>		
expendable spare parts and inventories	321	401
<i>Current receivables</i>		
Account receivable	1363	1219
receivables from affiliated companies	2	1
other receivables	931	866
prepaid expenses and accrued income	850	829
<i>cash and cash equivalents</i>		
short-term investments	5932	4232
cash and bank balances	2904	5524
TOTAL ASSETS	32555	34199

EQUITY AND LIABILITIES

Share capital	6776	7732
Other contributed capital	327	327
Reserves	1274	1261
Retained earnings incl. Net income for the year	-319	-2052
<i>Non-controlling interest</i>	0	0
Total Equity	8058	7268
<i>long-term liabilities</i>		
subordinated loans	1067	1161
Bonds	386	3040
other loans	4088	3291
Deferred tax liability	362	359
Other provisions	3461	4044
Other liabilities	0	116
<i>Current liabilities</i>		
Current portion of long term loans	2868	2272
short-term loans	166	328
prepayments from customers	11	13
accounts payable	1448	1675
tax liabilities	32	32
Unearned transportation revenue	5064	5681
Current portion of other provisions	1499	1028
Other liabilities	712	582
Accrued expenses and prepaid income	3334	3309
Total liabilities	24498	26931
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	32556	34199