



BI Norwegian Business School - campus Oslo

GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

Finansielle restruktureringer i selskaper med store økonomiske utfordringer, belyst ved utvalgte selskaper i Offshoreservicenæringen

Navn: Julie Ambjørnrud, Carine Sjøli Hagen

Start: 15.01.2019 09.00

Finish: 01.07.2019 12.00

Førord

Denne forskningsoppgaven er en avsluttende del av masterstudiet som siviløkonomer med spesialisering i forretningsjus, skatt og regnskap ved Handelshøyskolen BI.

Formålet med masteroppgaven har vært å undersøke private finansielle restruktureringer av selskapsgrupper med store økonomiske utfordringer. Restruktureringsprosessene belyses ved en analyse av restruktureringen av noen utvalgte selskapsgrupper i offshoreservicenæringen.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Morten Lund, for gode råd, støtte og oppfølging under forskningsprosessen. Han har kommet med konstruktiv kritikk og innspill gjennom hele perioden. Dette har vært med på å forbedre forskningsoppgaven. Videre vil vi takke intervjuobjektene, som har tatt seg tid til å forklare og diskutere restruktureringsprosesser. I tillegg vil vi takke familie som har tatt seg tid til å lese korrektur.

Til slutt ønsker vi også å takke hverandre. Det har vært et lærerikt samarbeid hvor vi har utfordret hverandre.

Oslo, 30. juni 2019

Julie Ambjørnrud

Carine Sjøli Hagen

Innholdsfortegnelse

I) Figurer	vi
II) Tabeller	vi
III) Sentrale forkortelser	vii
1.0 Innledning	1
<i>1.1 Bakgrunn og motivasjon.....</i>	<i>1</i>
<i>1.2 Forskningsspørsmål</i>	<i>2</i>
<i>1.3 Avgrensning.....</i>	<i>3</i>
2.0 Metode	3
<i>2.1 Forskningsmetode</i>	<i>4</i>
2.1.1 Juridisk metode	4
2.1.2 Kvalitativ og kvantitativ metode	4
<i>2.2 Datainnsamling</i>	<i>5</i>
2.2.1 Primærdata	5
2.2.2 Sekundærdata	5
3.0 Struktur og finansiering	6
<i>3.1 Selskapsstruktur</i>	<i>7</i>
<i>3.2 Kapitalstruktur</i>	<i>7</i>
3.2.1 Egenkapital.....	8
3.2.2 Sikrede lån fra kredittinstitusjoner	10
3.2.3 Kassekreditt.....	11
3.2.4 Obligasjonslån.....	11
3.2.5 Annen usikret gjeld	12
3.2.6 Lånebetingelser og klausuler.....	12
3.2.7 Sammenhengen mellom selskaps- og kapitalstruktur	14
4.0 Privat finansiell restrukturering	15
<i>4.1 Aktørenes rolle</i>	<i>16</i>
4.1.1 Finansielle kreditorer.....	16
4.1.2 Selskapets ledelse	17
4.1.3 Aksjonærene.....	18
4.1.4 Eksterne rådgivere.....	18
<i>4.2 Restruktureringsprosessen</i>	<i>19</i>
4.2.1 Analyse av situasjonen	20
4.2.2 Handlingsalternativer og strategier	21
4.2.3 Gjeldsforhandlinger.....	23
4.2.4 Implementering og reetablering av normal drift	25
5.0 Andre alternativer for finansiell restrukturering	25
<i>5.1 Konkurs</i>	<i>25</i>

5.2 Gjeldsforhandlinger etter konkursloven.....	26
5.3 Chapter 11 of the US Bankruptcy Code	27
6.0 Presentasjon og analyse av funn	28
6.1 Analyseverktøy	29
6.1.1 Likviditetsanalyse.....	30
6.1.2 Soliditetsanalyse.....	31
6.1.3 Lønnsomhetsanalyse	32
6.2 Havila Shipping ASA.....	34
6.2.1 Selskapsstruktur	35
6.2.2 Restruktureringen	35
6.2.3 Kapitalstruktur.....	38
6.2.4 Likviditet	39
6.2.5 Soliditet	40
6.2.6 Rentabilitet	41
6.3 Solstad Offshore ASA	43
6.3.1 Selskapsstruktur	44
6.3.2 Restruktureringen	45
6.3.3 Kapitalstruktur.....	48
6.3.4 Likviditet	49
6.3.5 Soliditet	51
6.3.6 Rentabilitet	53
6.4 Drøfting.....	55
6.4.1 Selskapsstruktur	56
6.4.2 Likviditet	56
6.4.3 Soliditet	56
6.4.4 Rentabilitet	57
6.4.5 Intervju	58
7.0 Oppsummering og konklusjon	59
8.0 Referanseliste	61
9.0 Vedlegg	66
Vedlegg 1: Balanseregnskap Havila	66
Vedlegg 2: Havila Resultatregnskap.....	67
Vedlegg 3: Havila Reformulert Balanseregnskap.....	67
Vedlegg 4: Havila Reformulert Resultatregnskap	68
Vedlegg 5: Balanseregnskap Solstad	69
Vedlegg 6: Solstad resultatregnskap.....	70
Vedlegg 7: Reformulert balanseregnskap	71
Vedlegg 8: Reformulert resultatregnskap	71
Vedlegg 9: Rem Balanseregnskap.....	72
Vedlegg 10: Rem resultatregnskap	73
Vedlegg 11: Rem reformulert balanseregnskap.....	73

<i>Vedlegg 12: Rem reformulert resultatregnskap</i>	74
<i>Vedlegg 13: Farstad balanseregnskap</i>	74
<i>Vedlegg 14: Farstad Resultatregnskap</i>	75
<i>Vedlegg 15: Farstad reformulert balanseregnskap</i>	76
<i>Vedlegg 16: Farstad reformulert resultatregnskap</i>	76
<i>Vedlegg 17: DESS balanseregnskap</i>	77
<i>Vedlegg 18: DESS resultatregnskap</i>	78
<i>Vedlegg 19: DESS Reformulert balanseregnskap</i>	78
<i>Vedlegg 20: DESS reformulert resultatregnskap</i>	79
<i>Vedlegg 21: Suspenderte Covenants Solstadgruppen</i>	79

Sammendrag

Forskningsoppgavens tema er privat finansiell restrukturering i offshoreservicenæringen.

I 2014 var det en markant nedgang i markedene for denne næringen. Dette ga merkbare ettervirkninger for mange av selskapsgruppene (Bakka, 2017). Vi ønsket å fordype oss i temaet og forskningsspørsmålet for studiet er følgende:

“Finansiell restrukturering i offshoreservicenæringen - hvilke effekter har slike restruktureringer?”

Forskningsoppgaven benytter primærdata- og sekundærdata for å besvare forskningsspørsmålet. I Kapittel 3 - 5 beskrives teorien som er anvendt. Teorien omhandler oppbygging av selskaps- og kapitalstruktur i virksomheter i offshoreservicenæringen, de sentrale aktører og deres rolle i en restrukturingsprosess, samt selve prosessen. Teoriens siste kapittel omhandler alternativer til privat finansiell restrukturering.

Kapittel 6 er en presentasjon og analyse av våre funn. Analysen bygger på regnskapsanalyse av Havila Shipping ASA (Havila) og Solstad Offshore ASA (Solstad). I tillegg er intervjufunn benyttet som et supplement til teorien i analysen. I drøftelsen sammenlignes analysefunnene av Havila og Solstad i lys av teori og intervjufunn.

Hovedfunnet i regnskapsanalysen viser at restruktureringen av Havila og de kombinerte restruktureringene og fusjonene for Solstad har en kortsiktig positiv effekt.

Imidlertid var ikke restruktureringene robuste nok til å gi en langsiktig positiv effekt. Fra intervju fremkommer det at løsningene ikke tok tilstrekkelig høyde for at markedet kunne utvikles svakere enn forventet. I lys av teori og drøfting, konkluderer vi også med at gjelden i større grad burde vært restrukturert for å få en sannsynlig langsiktig løsning.

I) Figurer

Figur 1: Eierforhold.....	7
Figur 2: Eksempel sammenheng mellom selskaps- og kapitalstruktur	14
Figur 3: Selskapsstruktur Havila	35
Figur 4: Forenklet selskapsstruktur Solstad	44

II) Tabeller

Tabell 1: Åpning av gjeldsforhandling etter konkursloven.....	26
Tabell 2: Reformulering balanseregnskap.....	29
Tabell 3: Reformulering resultatregnskap.....	30
Tabell 4: Vurdering av gjeldsgrad.....	31
Tabell 5: Vurdering av soliditet	32
Tabell 6: Oversikt Havila	34
Tabell 8: Børsmeldinger Havila	36
Tabell 9: Hovedelementer restrukturering Havila.....	37
Tabell 10: Gjeldsoversikt Havila.....	38
Tabell 11: Likviditetsgrad Havila	39
Tabell 12: Soliditet Havila	40
Tabell 13: Rentabilitet Havila	41
Tabell 14: Oversikt Solstad	43
Tabell 15: Hovedelementer restrukturering Rem.....	46
Tabell 16: Hovedelementer restrukturering Farstad.....	47
Tabell 17: Gjeldsutvikling Solstad	48
Tabell 18: Likviditetsgrad Solstad	49
Tabell 19: Likviditetsgrad Rem.....	49
Tabell 20: Likviditetsgrad Farstad	49
Tabell 21: Likviditetsgrad DESS	50
Tabell 22: Soliditet Solstad	51
Tabell 23: Soliditet Rem	51
Tabell 24: Soliditet Farstad	51
Tabell 25: Soliditet DESS	52
Tabell 26: Rentabilitet Solstad	53
Tabell 27: Rentabilitet Rem	54
Tabell 28: Rentabilitet Farstad	54
Tabell 29: Rentabilitet DESS	54

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)
sjøl.	Lov om sjøfarten LOV-1994-06-24-39 (sjøloven)
U.S.C.	United States Code US Bankruptcy Code Chapter 11

Forkortelser annet

ATO	Asset Turnover
COL	Current Operating Liabilities
DESS	Deep Sea Supply Plc
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
FA	Financial Assets
Farstad	Farstad Shipping ASA
Havila	Havila Shipping ASA
IBD	Interest-bearing Debt
MNOK	Millioner norske kroner
MUSD	Millioner amerikanske dollar
NCOL	Non-Current Operating Liabilities
NFE	Net Financial Expense
NIBD	Net Interest-bearing Debt
NOK	Norsk krone
NOPAT	Net Operating Profit after Tax
OCA	Operating Current Liabilities
ONCA	Operating Non-Current Assets
PM	Profit Margin
Pre-negotiated	Pre-negotiated Chapter 11
Pre-pack	Pre-packaged Chapter 11
Rem	Rem Offshore ASA

RNOA	Return on Net Operating Assets
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
Solstad	Solstad Offshore ASA
USD	Amerikansk dolla

1.0 Innledning

I dette kapitlet vil bakgrunnen for valg av tema og vår motivasjon bak forskningsoppgaven begrunnes. Videre vil forskningsspørsmålet for studiet presenteres. Vi vil deretter belyse hvilke avgrensninger som er tatt for at studiet ikke er for omfattende.

1.1 Bakgrunn og motivasjon

Offshoreservicenæringen er en bransje som har hatt store markedssvingninger gjennom tidene (Stopford, 2009). I perioden fra 2002 til 2013 var det en betydelig økning i oljeinvesteringer, drevet av en oppgang i oljeprisen (EY, 2015). Økningen i oljeinvesteringer bidro til en markant økning i aktiviteten. Antallet oljerelaterte offshorefartøy steg betraktelig. Imidlertid snudde oppgangen i oljeprisen mot slutten av 2014. I tillegg til fall i oljeprisen, bidro overkontrahering av nye skip før finanskrisen til fallende rater i markedet (Norges Rederiforbund, 2015). Med fallende oljepriser ble oljeinvesteringene redusert, noe som igjen resulterte i overkapasitet i næringen. Som en konsekvens av den høye gjeldsandelen knyttet til finansieringen av skip, ble det utfordrende for mange å betjene sine forpliktelser. Det er tydelig at nedgangen har gitt merkbare ettervirkninger for mange av selskapsgruppene i offshoreservicenæringen (Bakka, 2017).

Selv om mange selskapsgrupper i næringen har store finansielle utfordringer, er ikke konkurs nødvendigvis eneste utvei. Konkurs defineres som et beslag av selskapets verdier, som omgjøres i penger og fordeles forholdsmessig på kreditorene (Bøhren & Gjærum, 2016, s. 409). En åpning av konkurs krever at selskapet er insolvent. Med insolvent menes det at selskapet er både (i) illikvid, der skyldneren ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser ved forfall, og (ii) insuffisient, som betyr at skyldnerens forpliktelser overstiger verdien av skyldnerens eiendeler jf. kkl. §61. Ved en konkursåpning beslaglegges selskapets eiendeler og samtidig mister selskapet all rådighet over konkursboet. Konkursboet blir forvaltet av bostyret. Fordelingen av selskapets midler bestemmes av dekningsloven.

For flere selskapsgrupper har løsningen på de store økonomiske utfordringene vært å gjennomføre en privat finansiell restrukturering. Dette er en frivillig

gjeldsforhandling som innebærer å endre virksomhetens sammensetning av egenkapital og gjeld, uten hjelp av domstolen. Målet er å øke effektiviteten, gjenopprette vekst og redusere gjeldskostnadene som er knyttet til virksomhetens økonomiske utfordringer (Garrido, 2012, s. 12).

Videre kan en finansiell restrukturering også gjennomføres ved bruk av gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven. Ved valg av tema forstod vi tidlig at det er få selskaper, og ingen i offshoreservicenæringen, som har benyttet denne ordningen. Dette skyldes selve regelverket for gjeldsforhandling, da det er for strenge krav til godkjenning av kreditorer (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016). På bakgrunn av ovennevnte elementer, er valg av tema privat finansiell restrukturering. Valget falt på dette temaet, da vi var nysgjerrige på effekten av privat finansiell restrukturering av selskapsgrupper i offshoreservicenæringen. Dessuten ville vi vite mer om hvorfor den offentlige gjeldsforhandlingen ikke fungerer i praksis og om det er andre regelverk som er mer funksjonelle.

Flere selskaper, som etter nedgangen gjennomførte en privat finansiell restrukturering, er allerede i innledning til nye gjeldsforhandlinger. Det kan derfor tyde på at første runde ikke resulterte i en økonomisk bærekraftig løsning. En restruktureringsprosess er kompleks, den er knyttet til betydelige verdier og avhenger av flere sentrale aktører for å utforme en optimal løsning.

1.2 Forskningsspørsmål

På bakgrunn av delkapittel 1.1, Bakgrunn og motivasjon, er formålet med forskningsoppgaven å avdekke effekten av å gjennomføre en privat finansiell restrukturering i selskapsgrupper med store økonomiske utfordringer.

Med det som utgangspunkt er forskningsspørsmålet som følger:

“Finansiell restrukturering i offshoreservicenæringen - hvilke effekter har slike restruktureringer?”

Etter Kapittel 1 vil metode for forskningsoppgaven presenteres. Deretter vil de neste kapitlene omhandle teori. Kapittel 3 beskriver oppbygging av selskaps- og kapitalstruktur i virksomheter i offshoreservicenæringen. Kapittel 4 belyser sentrale aktører og deres rolle i en restruktureringsprosess, i tillegg til selve prosessen. Videre vil kapittel 5 omhandle alternativer til privat finansiell

restrukturering. Avslutningsvis vil analyse og drøftelse av utvalgte selskapsgrupper fra offshoreservicenæringen presenteres i Kapittel 6, med en konklusjon av forskningsspørsmålet til slutt.

1.3 Avgrensning

Som nevnt innledningsvis er det nødvendig med enkelte begrensninger for studiet. Det forutsettes at leseren innehar en viss forståelse for økonomi.

Forskningsoppgaven vil behandle selskapsgrupper i offshoreservicenæringen som har eller har hatt store økonomiske utfordringer. Videre vil studiet omhandle selskapsgrupper bestående av aksje- og allmennaksjeselskaper (AS og ASA). Disse selskapsgruppene har kapitalintensive aktivaposter, eksempelvis skip. Vi velger å benytte begrepet selskapsgrupper og ikke konsern, da konsern-betegnelsen krever mor- datter-forhold etter asl./asal. §1-3.

Vi ønsker videre å avdekke bakgrunnen for at finansiell restrukturering ofte gjennomføres privat fremfor offentlig. Eksempelvis var det 4974 konkurser sammenlignet med kun åtte åpnede gjeldsforhandlinger gjennom domstolene i Norge 2018 (Brønnøysundregisterne, 2018).

En annen avgrensning er knyttet til aktørene i en restruktureringsprosess. Særlig vil selskapsgruppen og selskapsgruppens ledelse, finansielle kreditorer, aksjonærer og eksterne rådgivere vektlegges. En viktig del vil da være å belyse hvilke posisjoner og roller de nevnte aktørene har ved en finansiell restrukturering.

Det fokuseres ikke på operasjonell restrukturering. Bakgrunnen for dette er at det forutsettes fortsatt drift ved en finansiell restrukturering. Forskningsoppgaven vil ikke dekke oppkjøp, fusjon eller fisjon. Oppgaven avgrenses slik at den i liten grad vil belyse utenforliggende faktorer som eksempelvis finanskriser.

2.0 Metode

Dette kapittelet vil omhandle valg av forskningsmetode og innhenting av data som legger grunnlaget for studiet. Formålet med forskningsoppgaven er å presentere eksisterende teori knyttet til finansiell restrukturering og elementene ved en slik prosess. Det er avgjørende å velge riktig metode for å besvare forskningsspørsmålet på en mest tilfredsstillende måte. Forskningsmetoden vil

bestå av juridisk, kvantitativ og kvalitativ metode og danner grunnlaget for forskningsoppgavens teori og analyse.

2.1 Forskningsmetode

2.1.1 Juridisk metode

I deler av forskningsoppgaven benyttes juridisk metode. Juridisk metode defineres som «hvordan du skal gå frem for å løse et rettsspørsmål» (Minde, 2017, s. 13). Tett knyttet til juridisk metode er rettskildelære. Rettskildelære defineres som «læren om hvordan man benytter rettskildene for å løse et juridisk problem» (Minde, 2017, s. 13). Videre defineres rettskilder «som et grunnlag man benytter når man finner frem til juridiske argumenter» (Blandhol, Tøssebro & Skotheim, 2015, s. 316). Lovteksten er eksempelvis en rettskilde.

Forskningsoppgaven vil hovedsakelig basere seg på lovtekstene i aksje-, allmennaksje- og konkursloven, i tillegg til Chapter 11 of the US Bankruptcy Code. Vi har benyttet norsk og andre myndigheters rettspraksis. Vi har benyttet privates praksis i forbindelse med finansiell restrukturering og vurdert et høringsnotat som relevant til forskningen.

2.1.2 Kvalitativ og kvantitativ metode

For å besvare forskningsspørsmålet benyttes eksisterende litteratur og innhenting av ny data. Ved innhenting av data skilles det vanligvis mellom kvantitativ og kvalitativ metode (Dalland, 2017). Kvantitativ metode er som regel basert på tall og statistikk, og omhandler innsamling av data fra flere kilder. Eksempelvis kan data innsamles gjennom spørreundersøkelser av en større gruppe, statistikk eller regnskap (Bryman, 2015). Data som samles gjennom kvantitativ metode er ikke like dyptgående og gjerne mer overfladisk enn ved kvalitativ metode.

Kvalitativ metode fokuserer på forståelse og går mer i dybden av et forskningstema. Hensikten med denne metoden er å innhente data basert på subjektive påstander. Data innhentes gjennom intervju, observasjon, spørreskjema eller gjennom skriftlige dokumenter. Kvalitativ metode deles inn i primær- og sekundærdata. Primærdata er data vi selv har innhentet, mens sekundærdata er faglitteratur og relevante artikler.

Vi vil benytte både kvalitativ og kvantitativ metode. Fra kvantitativ metode er regnskapstall fra analyserte selskapsgrupper og annen statistikk relatert til forskningstema innhentet. Kvalitativ metode legger grunnlaget for teorien i forskningsoppgaven. Det er viktig å poengtere at hovedtyngden vil være på kvalitativ metode, da det er lite forskning på valgt tema. Det vil ikke være hensiktsmessig å generalisere studiet. Hensikten med kvalitativ metode er å generalisere teorien på temaet og ikke hele populasjonen (Bryman, 2015).

2.2 Datainnsamling

2.2.1 Primærdata

Primærdata har blitt innhentet gjennom intervju av ledende aktører innen advokat- og finansbransjen. Deres ekspertise er innen privat finansiell restrukturering. Intervjuene er brukt som et supplement til teorien i analysen. Vi har gjennomført fem intervjuer for å sikre gyldigheten av informasjonen. Formålet med intervjuene var at vi ønsket å undersøke hvordan en finansiell restrukturingsprosess gjennomføres i praksis, i tillegg til utfordringer og utfallet knyttet til prosessen.

For å styrke teorien vi har lagt til grunn, ble advokatene intervjuet først. Dette fordi de er objektive, er med på store deler av restrukturingsprosessen og innehar den juridiske forståelsen. For å sikre at vi innhentet tilstrekkelig informasjon i prosessen, ble intervjuene semi-strukturert. Det var da åpning for oppfølgingsspørsmål for å utdype uklarheter eller gå i detaljer på et tema. Derfor var det viktig å ha problemstilling og tema godt formulert før vi startet intervjuprosessen.

Intervjuobjektene hadde stort sett sammenfallende svar på spørsmålene våre. Intervjuobjektene ga supplerende informasjon til det litteraturen allerede hadde gitt oss. Dette har gjort det enklere for oss å forstå hvordan prosessen fungerer i praksis og vurdere analysefunn. Vi har vurdert intervjufunn opp mot litteratur for å kvalitetssikre innhentet informasjon. Der vi har oppdaget uklarheter i ettertid, har vi stilt oppfølgingsspørsmål til respondentene.

2.2.2 Sekundærdata

Sekundærdata er benyttet til andre formål og må vurderes nøye (Gripsrud, 2010). Ved vurderingen av sekundærdata har blant annet forfatter, publiseringsdato og

utgiver blitt evaluert. I tillegg er litteraturens målgruppe og bakgrunnen for utgivelsen vurdert (Johannessen, 2016).

På grunn av lite forskning på området, har vi benyttet artikler og anbefalinger knyttet til finansiell restrukturering. Disse er publisert av ledende aktører i bransjen som bør inneha integritet og objektivitet. Derfor har vi vurdert dataene som gyldige, men de vil benyttes varsomt.

Det er også hentet data fra børsmeldinger knyttet til selskapsgruppene analysert i forskningsoppgaven. Dette for å få forståelse av restruktureringsprosessen, men også for å innhente annen informasjon fra kvartals- og årsrapporter. Rapportene og regnskapene er godkjent av revisor, og vi vurderer at informasjonen er av god kvalitet. Selv om rapportene er godkjent, kan det likevel forekomme systematiske feil, noe som er tatt til vurdering i forskningsrapporten.

Det er verdt å merke seg at kvartals- og årsrapporter for Rem, Farstad og DESS er hentet gjennom fusjonsplaner publisert på Oslo Børs. Dette fordi ovennevnte selskapsgrupper ikke eksisterer som egne selskapsgrupper etter fusjonene med Solstad i 2016/2017. Det har vært utfordrende å finne tilstrekkelige årsrapporter til analysen. Gjennom vedlegg i fusjonsplaner og andre publiserte børsmeldinger har vi lyktes med å finne årsrapportene. Disse er også godkjent og vurdert av revisor.

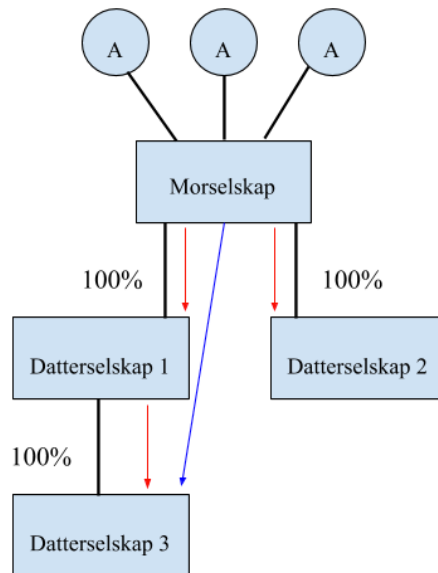
Vi har også innhentet data fra Bloomberg og Proff Forvalt. Disse dataene ble ikke benyttet til selve analysen. Manglende informasjon om dataene gjorde datasettene ufullstendige. Likevel bidro dataene fra Bloomberg og Proff Forvalt til å kvalitetssikre funn i kvartals- og årsrapporter.

3.0 Struktur og finansiering

I dette kapitlet vil selskaps- og kapitalstrukturen for selskapsgrupper i offshoreservicenæringen presenteres. En finansiell restrukturering av en selskapsgruppe vil normalt innebære endringer av eier- og kapitalforhold. Det er derfor nødvendig å redegjøre for hvordan en selskapsstruktur normalt er bygd opp og for hvordan virksomhetene er finansiert. Selskapsgrupper i offshoreservicenæringen er som regel komplekse, noe som kan komplisere kapitalstrukturen.

3.1 Selskapsstruktur

I dette kapitlet vil vi bryte ned selskapsstrukturen ved å forklare eierforhold mellom aksjonærer, selskapsgruppen og tilhørende selskaper. For å forstå eierforhold vil direkte- og indirekte eierskap presenteres i Figur 1.



Figur 1: Eierforhold

I figuren eier Morselskapet 100% av aksjene i Datter 1 og Datter 2, og er dermed direkte eier av disse selskapene. Samtidig eier Datter 1 100% av aksjene i Datter 3. Det betyr at Morselskapet eier 100% av aksjene i Datter 3 gjennom aksjene i Datter 1, og Morselskapet er indirekte eier av Datter 3. Selskapsrettslig kontrollerer Morselskapet i dette eksempelet Datter 1, 2 og 3.

Øverste ledd av figuren representerer aksjonærene. Aksjonærene er eierne av aksjene i morselskapet og indirekte eiere av datterselskapene i selskapsgruppen. Selv om eksempelet baserer seg på 100% eierskap kan eierandelen variere.

3.2 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur forklares som kombinasjonen av egenkapital og gjeld som brukes til å finansiere et selskaps eiendeler og drift (Berk & Demarzo, 2014, s. 479). Fra Norsk Rederiforbund (2017) fremkommer det at tilgang på kapital er nødvendig for vekst og videre utvikling. Det finnes ulike type kapitalkilder. De viktigste for denne forskningsoppgaven er egenkapital, sikrede lån fra kredittinstitusjoner, kassekreditt, obligasjonslån og annen usikret gjeld. Vi vil også gjennomgå typiske klausuler og lånebetingelser for de aktuelle typer lån.

3.2.1 Egenkapital

Egenkapital er en sentral kapitalkilde for selskap i offshoreservicenæringen. Den påvirker blant annet selskapets lønnsomhet, evne til å tåle tap og muligheter for opptak av lån (Stopford, 2009). Loven stiller krav til størrelsen på egenkapitalen i aksje- og allmennaksjeselskap. Selskapets egenkapital og likviditet skal til enhver tid være forsvarlig, jf. asl./asal. §3-4. Lovbestemmelsene beskriver ikke nærmere hva som vurderes som forsvarlig, men hensikten er å ivareta kreditorenes og selskapets interesser (Bråthen, 2017).

På bakgrunn av ovennevnte elementer, kan et selskap ha behov for å øke egenkapitalen med en kapitalforhøyelse. Kapitalforhøyelse gjennomføres ved emisjon og benyttes av selskaper uavhengig av økonomisk situasjon. Et selskap med en forsvarlig egenkapital kan eksempelvis gjennomføre en kapitalforhøyelse for å finansiere nye prosjekter. For et annet selskap kan bakgrunnen for kapitalforhøyelsen være at selskapets egenkapital er lavere enn forsvarlighetskravet i asl./asal. §3-4.

Det er styret som fremmer et forslag om kapitalforhøyelse med en gitt tegningskurs på generalforsamling. Deretter er det generalforsamlingen som beslutter om styrets forslag skal vedtas og om tegningskurs skal justeres. Vedtas kapitalforhøyelsen, utsteder selskapet nye aksjer gjennom emisjon. Etter lovens ordlyd skal de nye aksjenes pålydende være som bestemt i vedtektene. Aksjene kan også tegnes for høyere tegningskurs enn pålydende, men ikke lavere, jfr. asl./asal. §10-12 og §2-12. Differansen mellom tegningskurs og pålydende regnskapsføres som overkurs. Overkurs er ikke bundet egenkapital på samme måte som aksjekapitalen (Bråthen, 2017).

Det er også mulig å gjennomføre kapitalforhøyelse ved å overføre fri egenkapital til aksjekapitalen ved en fondsemisjon (Bråthen, 2017). Da forskningsspørsmålet forutsetter selskaper med økonomiske utfordringer, omtales ikke fondsemisjon videre.

Med det som utgangspunkt, vil forskningsoppgaven presentere emisjoner med fortrinnsrett, rettede emisjoner og emisjoner uten fortrinnsrett, i tillegg til emisjon ved gjeldskonvertering. De ulike emisjonene må foreslås av styret. Emisjon vedtas

på generalforsamling med $\frac{2}{3}$ flertall, jf. asl./asal. §10-1 (1), om ikke styret har fått fullmakter jf. asl./asal. §10-14 og §10-15.

Lovens utgangspunkt innebærer at eksisterende aksjonærer har fortrinnsrett til å tegne nye aksjer ved emisjon, jf. asl./asal. §10-4 (1). Fortrinnsretten skal sikre at aksjonærene kan opprettholde sin eierandel av selskapets aksjer (Bråthen, 2017). Ved en fortrinnsrettsemisjon får aksjonærene utdelt tegningsretter i samme forhold som eksisterende eierandel. Den kan benyttes til å tegne nye aksjer innen et gitt tidsrom, kjent som tegningsperioden. Dersom tegningsrettene ikke benyttes, vil disse aksjene bli tilgjengelig for andre eksisterende eller potensielle aksjonærer.

Styret kan fremme et forslag om fravikelse av fortrinnsretten. Dette må være saklig begrunnet jf. asl./asal. §10-3(3). Etter asl./asal. §10-5 jf. asl./asal. §5-18 kan generalforsamlingen med flertall som ved vedtektsendring ($\frac{2}{3}$ flertall), fravike asl./asal. §10-4 (1) fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse. Slik kan kapitalforhøyelsen også utføres som en rettet emisjon eller emisjon uten tegningsretter.

Ved en rettet emisjon får utvalgte eksisterende og/eller nye aksjonærer tilbud om å tegne de nye aksjene i selskapet. Et slikt tilbud vil innebære at eierandelen til de resterende aksjonærene reduseres (kalt utvanning). Selskaper med umiddelbart likviditetsbehov benytter ofte rettede emisjoner for å innhente kapital raskt, eksempelvis ved en finansiell restrukturering (Bråthen, 2017). I etterkant av en rettet emisjon, er det normalt at det gjennomføres en reparasjonsemisjon (Oslo Børs, 2017). Denne skal redusere utvanningseffekten og eventuell økonomisk fordeling (Hussain, 2012).

Videre kan et selskap gjennomføre en emisjon uten tegningsretter, men dette gjelder kun for allmennaksjeselskaper (Bråthen, 2017). En slik kapitalforhøyelse innebærer at selskapet utsteder nye aksjer i markedet som enhver person kan tegne. Det er da uavhengig om dette er eksisterende aksjonærer eller ikke.

En emisjon benyttes også for å konvertere selskapets gjeld til aksjer med kreditorenes godkjennelse. En slik emisjon anvendes ofte ved finansielle restruktureringer. På lik linje med rettet emisjon skal kapitalforhøyelse ved gjeldskonvertering være særlig begrunnet. Kapitalforhøyelsen skal også

utarbeides eller bekreftes av revisor jf. asl./asal. §10-2 jf. §2-6. Ved gjeldskonvertering utsteder selskapet nye aksjer som rettes mot en eller flere kreditorer. I stedet for at kreditor(ene) betaler for de nye aksjene med et kontantinnskudd, reduserer de gjelden til et avtalt bytteforhold til aksjer. Gjelden omgjøres med andre ord til egenkapital.

3.2.2 Sikrede lån fra kredittinstitusjoner

Sikrede lån fra kredittinstitusjoner er hovedfinansieringskilden til selskaper i offshoreservicenæringen (Kavussanos & Visvikis, 2016). Et slikt lån er som regel en langsiktig finansieringskilde av selskapets eiendeler. Kredittinstitusjonen krever da pantestikkerhet i den eiendelen som skal finansieres. Lånet nedbetales av selskapet gjennom avdrag og renter i en gitt periode.

For å redusere långivers risiko ved et sikret lån, vil det som regel stilles et egenkapitalkrav til låntaker. Et egenkapitalkrav innebærer at låntaker selv må dekke en andel av eiendelens verdi, eksempelvis 30%, med egenkapital. En annen mulighet for å redusere långivers risiko er gjennom garantier. Det innebærer at en offentlig kredittinstitusjon eller et privat selskap garanterer for at deler av eller hele lånet blir tilbakebetalt (Kavussanos & Visvikis, 2016). I Norge er Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK) en slik institusjon. I selskapsgrupper i offshoreservicenæringen er det ofte datterselskapene som er låntaker. Det er da ikke uvanlig at morselskapet må stille slike garantier.

Långiver kan også spre risikoen ved å inngå en syndikatavtale. En syndikatavtale innebærer at det er flere långivere på samme lån (Sufi, 2007). Hovedlångiver kalles agent og er den som har ansvar for å kommunisere mellom låntaker og de andre långiverne (Kavussanos & Visvikis, 2016, s. 127). Långiverne bidrar som regel med ulik andel av lånet, hvor eksempelvis en långiver innvilger 100 millioner, mens fire andre innvilger 50 millioner hver. Ved syndikerte lån har långiverne avtaler seg imellom (Loan Market Association, 2013). Slike avtaler kan eksempelvis inneholde bestemmelser om prioritet og stemmerett knyttet til endring av lånevilkår. Avtalen kan innebære at det må være enstemmig flertall blant långiverne ved reforhandling av lånevilkår (Jacob, Weil & Manges, 2000, s. 25).

Ved sikrede lån fra kredittinstitusjoner kan långiver ha krysspant i ulike eiendeler i selskapet for å spre risikoen. Ved krysspant pantsettes flere av selskapets eiendeler, uten at det nødvendigvis er opplyst hvor midlene skal benyttes til enhver tid (Nordli, 2011). Eksempelvis er kassekreditt et type lån hvor det kan kreves sikkerhet i flere av selskapets eiendeler. Sikkerheten stilles ofte i de eiendeler som kreditten skal finansiere (Endre & Herdlevær, 2005, s. 93).

3.2.3 Kassekreditt

En annen vanlig finansieringskilde utstedt av kredittinstitusjoner, der det gjerne er et krav om sikkerhet, er kassekreditt (Thoresen, 2007). Kassekreditt er et fleksibelt banklån med en bestemt kredittramme som kan benyttes fritt (Langli, 2018, s. 355). I utgangspunktet er det ett års løpetid på kassekreditt. Men i praksis fornyes låneperioden automatisk løpende såfremt selskapet ikke misligholder lånebetingelsene (Bredesen, 2015, s. 234). Dermed fungerer kassekreditten som langsiktig gjeld (Langli, 2018, s. 366). Fordelen med kassekreditten er at den dekker selskapets likviditetsbehov i perioder der de løpende inntektene er lavere enn de løpende utgiftene. Ettersom kassekreditt dekker de løpende kostnadene, er den ofte knyttet til den operasjonelle drift.

3.2.4 Obligasjonslån

En annen måte å finansiere selskapets eiendeler på, er gjennom obligasjonslån. Et obligasjonslån er gjerne et stort lån som mange investorer kan tegne (Bøhren & Gjørsum, 2016, s. 190). Berk og Demarzo (2014, s. 170) definerer en obligasjon som “et verdipapir utstedt av myndigheter eller selskaper for å innhente kapital fra investorer i bytte mot fremtidige utbetalinger”. Ved et obligasjonslån betegnes selskapet som utsteder og låntaker, mens obligasjonseierne som långiver (Stopford, 2009).

Et obligasjonslån utstedes som et sikret eller usikret lån (Bredesen, 2015). I likhet med sikrede lån fra kredittinstitusjoner, vil et sikret obligasjonslån gjerne ha sikkerhet i en eiendel. Ved et obligasjonslån fastsettes det en kupongrente som selskapet betaler løpende, eksempelvis hvert kvartal gjennom låneperioden. Risikoen på obligasjonen reflekteres i kupongrenten på obligasjonen, der en høy rente indikerer høy risiko (Bøhren, 2017). Eksempelvis vil et usikret obligasjonslån ofte være mer eksponert for risiko. Det vil følgelig ha en høyere kupongrente enn et sikret obligasjonslån, gitt at alt annet er likt. I motsetning til

sikrede lån fra kredittinstitusjonen, betales lånebeløpet, kjent som pålydende, i sin helhet ved forfall.

Uavhengig om obligasjonen er sikret eller usikret, kan den være *konvertibel* eller *ikke konvertibel* (Bøhren, 2017). *Konvertible* obligasjoner innebærer at obligasjonseierne kan konvertere obligasjoner til aksjer til en bestemt kurs. *Ikke konvertible* obligasjoner kan i utgangspunktet ikke konverteres til aksjer. Likevel kan det på et tidspunkt etter utstedelse, som eksempelvis ved en finansiell restrukturering, inngås restruktureringsavtaler som medfører at obligasjonene blir konvertert til aksjer. For enkelte obligasjonseiere, som noen typer fond, er dette problematisk. De kan ha bestemmelser i vedtektene om at de ikke skal eie aksjer (Bøhren, 2017).

Obligasjoner er omsettelige, hvilket betyr at de kan overdras til nye eiere flere ganger gjennom løpetiden. Prisen på obligasjonen bestemmes av markedet, på samme måte som aksjer. Overdragelsen gjennomføres som oftest via Nordic Trustee, så fremt obligasjonen er utstedt i Norden. Nordic Trustee opererer som en obligasjonsforvalter og representerer obligasjonseierne utad (Nordic Trustee, 2019).

3.2.5 *Annen usikret gjeld*

Annen usikret gjeld er også en sentral finansieringskilde, da den er knyttet til den operasjonelle driften av selskapet. Ved restruktureringer er denne typen gjeld vanligvis prioritert. Dette gjøres for å sikre at den operasjonelle driften av selskapet fortsetter under forhandlingene (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

For å sikre at driften fortsetter, er det nødvendig å dekke forpliktelsene til leverandørene (Norsk Restruktureringsforum, 2018). Forpliktelsene til leverandørene, betegnet som leverandørgjeld, innebærer kjøp av varer eller tjenester på kreditt med en gitt betalingsfrist (Langli, 2016, s. 378). Normalt er denne betalingsfristen på ti til nitti dager etter mottatt faktura, og klassifiseres derfor som kortsiktig gjeld i balansen.

3.2.6 *Lånebetingelser og klausuler*

Sikrede lån og obligasjonslån har lånebetingelser og klausuler knyttet til låneavtalen, ofte betegnet som covenants. Dette må låntaker forholde seg til

fortløpende. I dette kapitlet vil utvalgte lånebetingelser og klausuler knyttet til lån i offshoreservicenæringen forklares.

Hovedbetingelsen i en låneavtale er at renter og avdrag skal betales innen gitte frister. Dersom selskapet ikke klarer å betale sine forpliktelser over tid, misligholdes låneavtalen og kreditor kan kreve lånet innfridd. En annen lånebetingelse er knyttet til selskapets forsikringer og vedlikehold av skip. Långiver kan stille krav om hvilke forsikringer selskapet må ha, i tillegg til de som er lovbestemt. Dessuten må selskapet vedlikeholde skipene slik at de følger teknisk standard (Wilhelmsen, 2017). Kreditor kan kreve lånet innfridd dersom forsikring og vedlikehold etter låneavtalen blir vesentlig misligholdt jf. sjøl. §44 nr. 6.

Minimum Value Clause er en klausul knyttet gjeldsgraden. Klausulen innebærer at selskapet må holde seg under en bestemt gjeldsgrad. Lånet må ikke overstige markedsverdien av eiendelene (Wilhelmsen, 2017). Dersom et selskap har et lån på 70% av skipsverdien og markedsverdien av skipet sammen med sikkerhetsmomenter er lavere enn lånet, vil Minimum Value Clause misligholdes.

For å sikre kontinuerlig oppfølging av Minimum Value Clause kan långiver kreve at meglere avgir markedsverdi på skipet en gang i halvåret (Stopford, 2009, s. 206-207). Derfor bør selskapet til enhver tid sørge for at gjeldseksponeringen ikke er for høy. Dersom låneavtalen misligholdes, kan långiver kreve lånet innfridd eller en forhøyelse av selskapets egenkapital (Kavussanos & Visvikis, 2016).

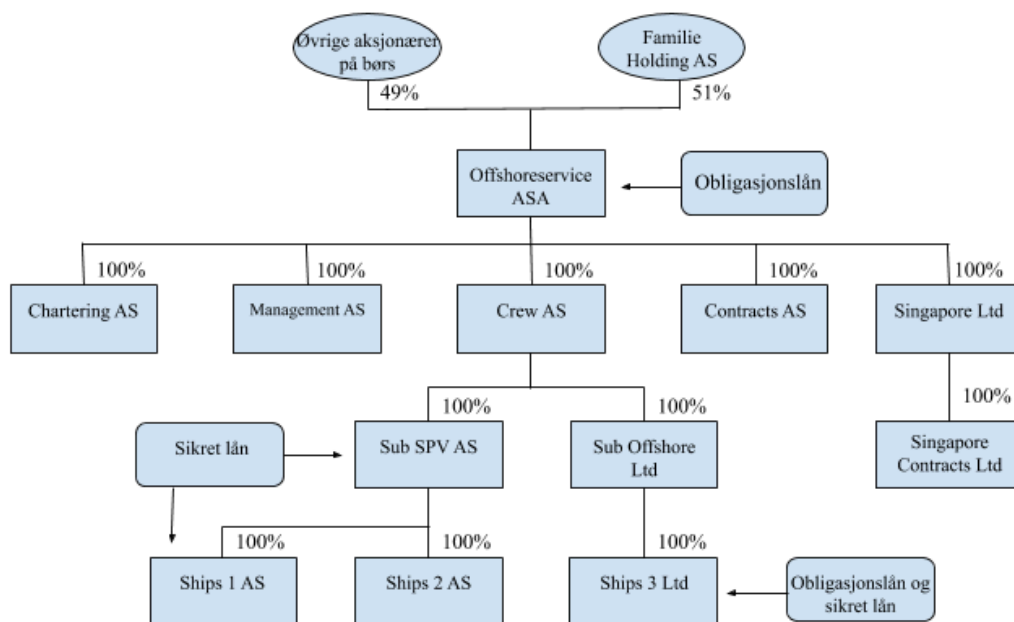
Kryssmisligholdklausul er også vanlig å benytte. Dersom selskapet misligholder et lån hos en annen långiver, innebærer klausulen at lånet hos begge långiverne anses som misligholdt (Kavussanos & Visvikis, 2016, s. 224). Dette gir långiveren en exit-mulighet fra en låneavtale som har medført større risiko enn forventet (Coleman, 1997).

I tillegg til klausulene nevnt i dette kapitlet, kan det være at låntaker også må forholde seg til en Condition Precedent-avtale. En Condition Precedent-avtale innebærer at visse krav må være oppfylt, før en kontrakt blir bindende (Kavussanos & Visvikis, 2016, s. 130). Dersom Condition Precedent-kravene ikke oppfylles, ansees ikke kontrakten som bindende (Endre & Herdlevær, 2005).

3.2.7 Sammenhengen mellom selskaps- og kapitalstruktur

Formålet med dette delkapittelet er å belyse utfordringer knyttet til selskaps- og kapitalstruktur i offshoreservicenæringen gjennom tre eksempler.

Figur 2 illustrerer hvordan strukturen i en selskapsgruppe i offshoreservicenæringen kan være strukturert. Det er tatt utgangspunkt i Figur 2 i eksemplene presentert nedenfor.



Figur 2: Eksempel sammenheng mellom selskaps- og kapitalstruktur

Eksempel 1

I dette eksempelet skal Ships 1 AS bygge et nytt skip. For å finansiere skipet, har selskapet fått innvilget et sikret lån fra en kredittinstitusjon på 70% av skipsverdien (kjøpesummen) mot at Ships 1 AS innhenter 30% egenkapital. Problemet er at Ships 1 AS ikke disponerer slike midler og ber så om hjelp fra Sub SPV AS. Sub SPV AS kan stille med 30% egenkapital gjennom et obligasjonslån de har fått innvilget. De overfører midlene fra obligasjonslånet til Ships 1 AS gjennom en kapitalforhøyelse. Kapitalforhøyelsen øker egenkapitalen til Ships 1 AS til et nivå som gjør at kravet om 30% egenkapital oppfylles. De løpende rentene som Sub SPV AS forplikter i obligasjonslånet, skal dekkes gjennom utbytte fra Ships 1 AS.

I gode tider vil Ships 1 AS ha midler så Sub SPV AS kan dekke utgiftene knyttet til obligasjonslånet. I nedgangstider blir det mer utfordrende å dekke

forpliktelsene. Det medfører store økonomiske utfordringer for begge selskaper. Som en konsekvens misligholder Sub SPV AS låneavtalen til obligasjonslånet, og obligasjonseierne kan kreve lånet innfridd. Sub SPV AS har ikke andre midler til rådighet. Dersom det ikke stilles ny kapital eller det startes en restruktureringsprosess, kan Sub SPV AS i verste fall ende i konkurs.

Eksempel 2

Etter en drastisk nedgang i markedet, er selskapsgruppen i ferd med å bli insolvente. De kan risikere å begjæres konkurs i nærmeste fremtid. Offshore Bank har sikkerhet i et skip som har langsiktige kontrakter. Et skip med kontrakt har større verdi enn et skip uten. Skipet genererer inntekter og panteverdien dekkes av skipsverdien. Resterende kredittinstitusjoner har pant i flere skip, der noen har verdi over panteverdi, mens andre skip er under panteverdi.

Offshore Bank er ikke villig til å refinansiere lånet, da de får dekket sitt pantekrav ved en konkurs. De resterende bankene vil ha større insentiver for å inngå en finansiell restrukturering, da de ikke vil få dekket sine pantekrav ved en konkurs.

Likevel er det sjeldent at en kredittinstitusjon med sikrede lån har pant i kun et skip. Som regel vil kreditorene ha sammenfallende interesser ved en restrukturering.

Eksempel 3

En annen faktor som kan komplisere selskapsstrukturen er at selskapene har ulike driftsformål som avhenger av hverandre. I eksempelet leier Ships 1 AS mannskap til sine skip fra Crewing AS. På grunn av nedgang i markedet mister Ships 1 AS kontrakten sin. Derfor reduseres inntektene til Crewing AS ved at de ikke får leid ut mannskap. På den måten har ikke Crewing AS og Ships 1 AS nok inntjening til å dekke sine forpliktelser. Det kan resultere i at gjelden misligholdes.

4.0 Privat finansiell restrukturering

Dette kapittelet omhandler aktørenes rolle og selve restruktureringsprosessen. Det første delkapittelet presenterer de mest sentrale aktørene. Dette er de finansielle kreditorene, selskapets daglige ledelse, aksjonærene og eksterne rådgivere. Aktørene bør kartlegges tidlig, da de har ulik grad av innflytelse, og vil ha betydning for utfallet av forhandlingene. Videre vil selve

restruktureringsprosessen bli presentert gjennom fire steg. De fire stegene skal skissere og trekke frem hvilke elementer som er grunnleggende i en slik prosess.

4.1 Aktørenes rolle

4.1.1 Finansielle kreditorer

De finansielle kreditorene er ofte nøkkelen til en langsiktig løsning ved en restrukturering (PricewaterhouseCoopers, 2017). Restrukturering er frivillig for alle parter. Det betyr at selskapet ikke kan tvinge frem en løsning uten samtykke fra kreditorene.

Kredittinstitusjoner med sikrede lån

Forskning viser at det er avgjørende å få til et samarbeid med kredittinstitusjonene med sikrede lån for at en restrukturering kan gjennomføres (Jacob et al., 2000). Kredittinstitusjonene har sikkerhet i selskapsgruppens eiendeler. De kan kreve lånet innfridd etter bestemmelsene i pantl. (1980) §1-9 (1). Eksempelvis kan kredittinstitusjonen kreve pantkravet innfridd dersom låntaker misligholder betalingen av renter og avdrag vesentlig. Pantkravet kan også kreves innfridd dersom gjeldsforhandlinger eller konkurs etter konkursloven åpnes hos låntaker. Långiver kan ta kontroll over den pantsatte eiendelen om kravet ikke blir innfridd. Slik har långiver høyere prioritering og større forhandlingsmakt enn de usikrede långiverne i forhandlingene om finansiell restrukturering.

Garantiinstituttet for eksportkreditt og Eksportkreditt Norge

Etter nedgangen i offshoreservicenæringen i 2014 har Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK) vært involvert i mange restruktureringer. GIEK opptre som et supplement til det kommersielle finansmarkedet ved å utstede garantier på vegne av den norske stat. Deres formål er å skape langsiktige og bærekraftige løsninger for industrien. Dette ved å bevare norsk spisskompetanse i bransjen, samt etablere en bedre og mer robust markedsbalanse (GIEK, 2018).

GIEK har flere typer produkter. Det viktigste og største produktet er garantistillelse i favør av selskaper som kjøper varer eller tjenester fra norske eksportører, blant annet norske verft. Ved at kjøperne får tilgang til slike garantier vil de lett kunne oppnå lån fra Eksportkreditt Norge AS eller fra banker innenfor garantirammen. På denne måten blir norske eksportører attraktive for slike kjøpere

(Garantiinstituttet for eksportkreditt, 2019). GIEKs garanti illustreres i eksempelet under.

Eksportkreditt Norge AS opererer som långiver. Eksportkreditt Norge AS kan ikke påta seg risiko og er avhengig av at GIEK og/eller en annen kredittinstitusjon stiller med garanti for hele lånebeløpet. Det betyr at Eksportkreditt kan innvilge lån begrenset opp til garantisummen. På samme måte som de andre pantthaverne har GIEK og Eksportkreditt Norge AS en bedre posisjon i gjeldsforhandlinger.

Obligasjonseierne

Selskapsgruppen trenger også tilstrekkelig støtte fra obligasjonseierne for å gjennomføre en finansiell restrukturering. Eierne av et obligasjonslån er anonyme og kan være privatpersoner, selskaper eller fond, både nordiske og internasjonale. Obligasjonseierne vil vanligvis være representert av Nordic Trustee. Nordic Trustee fungerer som en tillitsmann på vegne av obligasjonseierne og ivaretar obligasjonseiernes rettigheter (Nordic Trustee, 2019).

Obligasjonseiere av sikrede obligasjoner, vil ofte ha sammenfallende interesser med de sikrede kredittinstitusjonene. De vil normalt organisere seg med disse ved en restrukturering (PricewaterhouseCoopers, 2017).

De fleste avgjørelser vedtas gjennom avstemming, der $\frac{2}{3}$ flertall normalt kreves for at avgjørelsen skal være gyldig. Har en eller en gruppe av obligasjonseiere til sammen $\frac{1}{3}$ av stemmene, betyr det at de har negativ kontroll. Med negativ kontroll kan disse obligasjonseierne blokkere avgjørelser. Dette ved å stemme imot forslagene, som eksempelvis en restruktureringsavtale. Dersom en obligasjonseier tilegner seg negativ kontroll for økonomisk vinning, kalles dette for et "Holdout Problem" (James, 1996).

4.1.2 Selskapets ledelse

Det er selskapets ledelse som representerer selskapet i forhandlinger om restrukturering. Selskapets ledelse bør iverksette nødvendige analyser, i tillegg til essensielle forberedelser til restruktureringsprosessen (Norsk Restruktureringsforum, 2018). Selskapets ledelse består av styret og daglig leder, og representerer selskapet utad jf. asl./asal. §§6-30 og 6-32. Det er selskapets ledelse som forvalter selskapet jf. asl./asal. §6-12, og skal ivareta selskapets

interesser. Dette innebærer blant annet at egenkapitalen og likviditeten til enhver tid skal være forsvarlig, jf. asl./asal. §3-4. Dersom forsvarlighetskravet ikke oppfylles, har styret handleplikt, og må behandle saken straks jf. asl./asal. §3-5. Hvis ikke styret oppfyller dette kravet, kan de bli erstatningsansvarlige etter asl./asal. §17-1 og §19-1 (1). For at styret skal unngå en slik straff, kan de blant annet foreslå en kapitalforhøyelse på generalforsamling.

4.1.3 Aksjonærene

Selskapets aksjonærer utgjør en sentral aktør, da de gjennom generalforsamlingen er selskapets øverste myndighet jf. asl./asal. §5-1(1). Det er aksjonærene som vedtar restruktureringsavtalen på vegne av selskapet (PricewaterhouseCoopers, 2017). Det er viktig å poengtere at aksjonærene sjeldent er med på selve forhandlingene ved en restrukturering. Aksjonærene kan likevel påvirke forhandlingene ved å vedta kapitalforhøyelse og tegne nye aksjer. Dette vil imidlertid bero på hvorvidt aksjonærene anser egenkapitalen som tapt eller ikke (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

For selskaper som har hatt store økonomiske utfordringer over lenger tid, selger ofte de større institusjonelle aksjonærene aksjene sine i selskapet (Norsk Restruktureringsforum, 2018). De opprinnelige aksjonærene, gjerne en familieeid bedrift, har ofte et tettere bånd til selskapet. De vil ofte strekke seg lenger ved en restrukturering (PricewaterhouseCoopers, 2017). Det fremkommer fra Norges Rederiforbund (2015) at mange selskaper i offshoreservicenæringen historisk sett har vært familieeide selskaper. Dagens eierandel påvirkes av om familien har opprettholdt sin eierandel gjennom eksempelvis emisjoner, restruktureringer eller fusjoner. Med det tatt i betraktning, kan aksjonærenes ulike ønsker komplisere en restrukturering (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

4.1.4 Eksterne rådgivere

Det kan være flere typer rådgivere som er engasjert i regi av selskapet og de finansielle kreditorene ved en finansiell restrukturering. Norsk Restruktureringsforum (2018) trekker frem at bruk av eksterne rådgivere avhenger av selskaps- og kapitalstrukturens kompleksitet. En ekstern rådgiver kan bistå med juridisk, industriell, kommersiell, finansiell eller operasjonell kompetanse. Det er selskapsgruppen som skal dekke kostnadene for egne og kreditorers

rådgivere ved en restrukturering (Jacob et al., 2000, s. 1). Dette er avtalt i låneavtalene.

Eksterne rådgivere har ikke en beslutningsmyndighet, men kan bidra i forhandlinger på grunn av sin ekspertise. En juridisk rådgiver kan eksempelvis bistå med utarbeidelse av en restrukturingsavtale og påse at lover og regler følges. En finansiell rådgiver kan levere analyser og verdsettelse av eiendeler og gjeld. Videre kan en rådgiver med spisskompetanse på restrukturering bidra til en mer effektiv prosess og vurdere andre muligheter (Norsk Restruktureringsforum, 2018). Det er essensielt å benytte eksterne rådgivere på et tidlig stadium i en restrukturingsprosess (Norsk Restruktureringsforum, 2018; PricewaterhouseCoopers, 2017). Slik vil det være mulig å danne et grunnlag for de finansielle, juridiske og/eller operasjonelle utfordringer.

4.2 Restruktureringsprosessen

Med aktørenes rolle klart definert, vil vi nå presentere selve restrukturingsprosessen. Det er verdt å merke seg at prosessen er basert på artikler og veiledninger på området, da det er gjort lite forskning på temaet. Det vil bli presentert fire steg som omhandler sentrale deler av prosessen. Stegene belyser forarbeider til restruktureringen, handlingsalternativer og strategi, gjeldsforhandlinger og implementering.

Det fremkommer fra Norsk Restruktureringsforum (2018) at restrukturering er ressurskrevende. Generelt vil handlingsrommet for en gunstig løsning være større ved å starte en målrettet prosess tidlig, gjerne før selskapet misligholder låneavtalene.

Det er også sentralt å innhente, organisere og systematisere informasjonen slik at den kan benyttes videre i analysen av selskapets situasjon. Informasjonen kan bidra til en mer oversiktlig dialog med berørte aktører.

Videre vil de operasjonelle kreditorene prioriteres gjennom prosessen for å sikre at den operasjonelle driften fortsetter som før. Uten å dekke de løpende kostnadene, vil det bli krevende å gjennomføre en finansiell restrukturering. Dette fordi det forutsettes at selskapet har driftsinntekter gjennom restruktureringen. I

tillegg blir det vanskelig å vedlikeholde kontrakter, dersom de operasjonelle kreditorene ikke betales.

4.2.1 Analyse av situasjonen

En analyse av situasjonen er avgjørende for å vurdere omfanget av de økonomiske utfordringene. Dette vil danne grunnlaget for videre arbeid. Norsk Restruktureringsforum (2018) lister blant annet opp følgende elementer som selskapets ledelse bør kartlegge for å klargjøre og vurdere situasjonen:

1. Selskapets egenkapital og likviditetssituasjon
2. Verdsettelse
3. Selskapets forpliktelser
4. Kapitalbehov
5. Markedsutsikter
6. Vurdering av selskapets økonomiske situasjon og utfordringer

Ifølge Penman (2013, s. 3) bør det gjennomføres en regnskapsanalyse for å vurdere selskapets egenkapital og likviditetssituasjon. Det er relevant å analysere selskapets kontantstrøm, da den gir en oversikt over selskapets inn- og utbetalinger for en gitt periode (Langli, 2018, s. 39). Det er særlig forholdet mellom inn- og utbetalinger knyttet til den operasjonelle driften, investerings- og finansieringsaktivitetene som bør vurderes.

En likviditetsanalyse kartlegger selskapets betalingsevne i forhold til betalingsforpliktelsene på kort sikt gjennom balanseregnskapet (Sending, 2019). Likviditetsanalysen er avgjørende for å vurdere om en restrukturering er økonomisk gunstig og realistisk å gjennomføre.

Det er også hensiktsmessig å vurdere selskapets balanse. Balansen viser hvordan selskapets eiendeler er finansiert gjennom egenkapital og gjeld (Sending, 2019). Den reflekterer verdien på egenkapitalen, da eiendeler og gjeld må verdsettes før verdien på egenkapitalen kan beregnes (Langli, 2018).

Basert på analysene dannes grunnlaget for videre verdsettelse av selskapet og deres eiendeler (Penman, 2013). Verdivurdering av et selskap er gjerne komplisert og det kreves bestemt kompetanse. Stopford (2009) argumenterer for at

verdsettelsen er viktig i en restruktureringsprosess, da den bidrar til å treffe en beslutning.

Det finnes en rekke metoder for verdsettelse. Det kan fokuseres på enten balanseposter, dividendeutbetalinger, kontanter, finansposter eller en kombinasjon av disse (Petersen, 2017). Hvordan verdsettelse utføres i praksis kommer ikke til og omtales videre i forskningsoppgaven. Det er likevel viktig å poengtere at det er usikkerhet knyttet til verdien på eiendelene. Verdien på et skip vil blant annet avhenge av om skipet har kontrakt på oppdrag eller ikke.

Videre bør selskapets forpliktelser gjennomgås. Slik kan selskapet kartlegge og forstå aktørenes behov, deres forhandlingsmakt og tapspotensialet ved ulike handlingsalternativer. Lånevilkår, klausuler og forsikringer bør også gjennomgås. Selskapet vil da få en oversikt over forpliktelsene. De vil også få oversikt over hvilken dekning de har for kostnadene ved en restrukturering gjennom forsikringer (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

Selskapets kapitalbehov bør videre kartlegges. Ovennevnte analyser gir en oversikt over selskapets egenkapital og likviditet. En analyse av markedet bør også utarbeides. Markedsanalysen vil indikere framtidsutsiktene for bransjen. Norsk Restruktureringsforum (2018) vektlegger at det bør tas høyde for at situasjonen kan forverre seg underveis og rett etter restruktureringsprosessen, før prosessen i det hele tatt kan gjennomføres.

På bakgrunn av ovennevnte punkter vil det være mulig å identifisere omfanget av selskapets økonomiske utfordringer og bakgrunnen for disse. Analysene vil gi grunnlaget for utforming av videre handlingsalternativer.

4.2.2 Handlingsalternativer og strategier

Basert på analysefunnene gjort i forrige delkapittel, må selskapet videre vurdere om de vil fortsette som før, starte gjeldsforhandlinger med kreditorer eller begjære selskapet konkurs (Skjørshammer, 2016). Det vil som regel ikke være mulig å fortsette driften som før på lang sikt, uten betydelige endringer av kapitalstrukturen. Det bør derfor vurderes om restrukturering er mindre verdireducerende enn konkurs. I denne forskningsoppgaven forutsettes det at selskapet er i posisjon til å restrukturere. Dermed vil det ikke bli utledet mer om

konkurs før i kapittel 5.0, Andre alternativer til finansiell restrukturering. Videre forutsettes det gjeldsforhandlingene gjennomføres utenfor domstolen.

Neste steg for selskapets ledelse er å utarbeide handlingsalternativer og strategier for videre gjeldsforhandlinger. Norsk Restruktureringsforum (2018) påpeker at selskapet bør utarbeide en kommunikasjons- og konfidensialitetsstrategi. Dette for å sikre samarbeid med selskapets kreditorer og selskapets drift, gjerne sammen med eksterne rådgivere. En kommunikasjons- og konfidensialitetsstrategi bør være

1. Korrekt, nøyaktig, tydelig, realistisk og etterprøvbar kommunikasjon slik at mottaker tilstrekkelig forstår prosessen
2. Langsiktig perspektiv uten hyppige oppdateringer og korrigeringer av tidligere utsendt informasjon
3. Likebehandling av aktørene i en restrukturingsprosess
4. Kommunikasjon med børsen med tanke på børssensitiv informasjon i henhold til bestemmelsene i børsreglene og verdipapirhandelloven
5. Overholde selskapets forpliktelser
6. Opptreden utad, enten gjennom styret eller en talsperson

(Norsk Restruktureringsforum, 2018)

På bakgrunn av nevnte punkter, bør ledelsen vurdere selskapets posisjon ved gjeldsforhandlinger. Det er avgjørende å presentere alternative løsninger for aktørene. Ledelsen bør være åpen for endringer slik at de ikke låses til bestemte løsninger (Norsk Restruktureringsforum, 2018). Nøkkelen til en suksessfull strategi er utarbeidelse av gode analyser og kartlegge maktposisjoner. Dessuten bør strategien revideres og optimaliseres underveis (Skjørshammer, 2016).

Ved gjeldsforhandlinger med kreditorerne er det sentralt å sikre at handlingsalternativene tilpasses omfanget av de økonomiske utfordringene. Som regel vil selskapet ha behov for å utsette betalinger i forhandlingsperioden. *Betalingsstans, standstill-avtale* eller *reservation of rights letter* kan være alternativer for å utsette betalinger uten å bryte loven om likebehandling av kreditorer.

Betalingsstans er et verktøy som kan benyttes av selskaper som er illikvide og dermed ikke har mulighet for å betale alle sine økonomiske forpliktelser ved

forfall. Det er en ensidig beslutning fra selskapets side om at alle betalinger stanses for å likebehandle kreditorene. Dersom et selskap omfattes av bestemmelsene i kkl. §61, kan det være nødvendig å iverksette betalingsstans for å stabilisere økonomien (PricewaterhouseCoopers, 2017).

En *standstill-avtale* er et tiltak for å bedre situasjonen under restruktureringsprosessen. Avtalen innebærer at selskapet inngår en avtale med kreditorene om en midlertidig betalingsstans (Gaughan, 2015). En slik avtale kan gi selskapet tid til å stabilisere likviditeten.

I stedet for en standstill-avtale, kan kreditorene sende selskapet et *reservation of rights*-brev. Brevet innebærer at kreditor aksepterer mislighold av låneavtalen på ubestemt tid, men kan når som helst kreve lånet innfridd (PricewaterhouseCoopers, 2017).

Ved vurdering av handlingsalternativer, bør selskapets ledelse undersøke ulike løsninger for å redusere kostnadene. Eksempelvis kan en løsning være å likvidere selskaper i gruppen som ikke bidrar positivt på resultatet. Likevel er det som regel avgjørende at gjelden restruktureres for at selskapet skal bli økonomisk levedyktige igjen. Dette krever forhandlinger med kreditorene.

4.2.3 Gjeldsforhandlinger

Etter å ha fått en oversikt over situasjonen og gjort en vurdering av handlingsalternativene, vil dette delkapittelet omhandle gjeldsforhandlinger med kreditorene. Gjeldsforhandling kan være en kompleks, kostbar og tidkrevende prosess. Løsningen vil være skreddersydd til selskapet. Målet med forhandlingene er å revidere (amend) og forlenge (extend) gjelden (PricewaterhouseCoopers, 2017).

Gjeldsforhandlingene starter ved at selskapets ledelse inviterer de viktigste aktørene til en presentasjon av handlingsalternativer (Norsk Restruktureringsforum, 2018). De viktigste aktørene består som regel av de sikrede kreditorene, selv om dette vil variere. Når det gjelder obligasjonseierne og andre usikrede kreditorer, vil de vanligvis involveres på et senere tidspunkt.

Forskningsoppgaven utdyper ikke videre hvordan gjeldsforhandlingene foregår, da det er lite eksisterende forskning på området. Gjeldsforhandlingene vil variere

avhengig av selskapets størrelse, kapitalstruktur og aktører. Likevel er det flere mulige løsninger som diskuteres i forhandlingene. Disse er avgjørende for utfallet av restruktureringen og er knyttet til selskapets kapitalstruktur.

For at en restruktureringsavtale skal være bindende, inneholder den ofte en Condition Precedent-avtale (Kavussanos & Visvikis, 2016). Den innebærer eksempelvis at obligasjonseierne må vedta restruktureringsavtalen. Et annet eksempel kan være at selskapet må innhente ny egenkapital før avtalen er bindende.

Det er som regel kreditorene som krever at det skal innhentes ny egenkapital. Dette for at de skal kunne innfri tiltak for å redusere eller utsette eksempelvis avdrag og renter.

En finansiell restrukturering innebærer som regel endringer knyttet til selskapets gjeld. Dette ved at de finansielle kreditorene eksempelvis gir selskapet waivers. Waivers innebærer at långiver frivillig gir avkall på rettigheter i låneavtalen, ofte der selskapet er i mislighold (PricewaterhouseCoopers, 2017). Disse kan avtales midlertidig eller permanent, og fjerner reelt eller potensielt ansvar for selskapsgruppens knyttet til låneavtalen.

Waivers fra de sikrede lånene fra kredittinstitusjonene kan eksempelvis inneholde endringer av avdragsprofilen. Slik kan avdragene utsettes en viss tid. Videre kan en annen waiver være at rentebetingelsene endres. Dette innebærer blant annet at det ikke betales renter i en bestemt periode eller at renten reduseres (Advokatfirmaet Schjødt AS, 2017).

Waivers knyttet til obligasjonslånene kan eksempelvis være at kupongrenten og/eller forfallstidspunktet på obligasjonslånet endres. Obligasjonseierne kan også vedta å avskrive deler av lånet eller at en prosentvis andel blir konvertert fra gjeld til aksjer. Waivers må som regel godkjennes med 2/3 flertall (Advokatfirmaet Schjødt AS, 2017).

Videre kan det være tilfeller der kreditorene krever operasjonelle endringer. Eksempelvis kan det innebære at selskapet må selge eiendeler for å bedre likviditeten (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

4.2.4 Implementering og reetablering av normal drift

Norsk Restruktureringsforum (2018) beskriver at en vellykket restrukturering er en langsiktig løsning. Målet er at selskapet snarest mulig er tilbake til lønnsom drift. Etter at restruktureringsavtalen er vedtatt, gjenstår implementeringen av restruktureringen. De finansielle tiltakene implementeres ofte raskt, da det innebærer endringer av originale avtaler. I kontrast, vil endringer som er knyttet til selskapsstrukturen eller den operasjonelle driften ofte være mer tidkrevende (Norsk Restruktureringsforum, 2018).

5.0 Andre alternativer for finansiell restrukturering

Så langt i forskningsoppgaven har vi presentert temaer knyttet til privat finansiell restrukturering. Det finnes også andre alternativer. I dette kapitlet presenteres konkurs og gjeldsforhandling etter lov om gjeldsforhandling og konkurs som alternative løsninger. Kapitlet vil utdype hvorfor gjeldsforhandling etter loven ikke er optimal. Vi vil deretter presentere det amerikanske regelverket som er mer velfungerende.

5.1 Konkurs

Andenæs (2009) beskriver konkurs som et beslag av selskapets verdier. Verdiene omgjøres i penger og fordeles forholdsmessig på kreditorene. Et selskap kan kun åpne konkurs dersom det er insolvent. Idet konkursen er åpnet, mister aksjonærer og ledelse straks retten til å disponere selskapets eiendeler (Konkursrådet, 2019).

Ved konkursåpningen oppnevner tingretten en bostyrer, ofte en advokat, som overtar forvaltningen av boet. Bostyrers oppgaver er blant annet daglig oppfølging av bobehandlingen. Bostyrer skal føre regnskap for boet, undersøke om det er mulig å omstøte transaksjoner og avgi innberetning til tingretten (Børresen, 2013). Det kan også oppnevnes et kreditorutvalg. Et kreditorutvalg består av representanter fra selskapets kreditorer og har som oppgave å gjennomføre kontroll med bostyrer. Bostyrer og kreditorutvalget utgjør bostyret (Konkursrådet, 2019).

Konkursboet må respektere panteretten, jf. dekl. §8-14. I utgangspunktet er pantekreditoren uberørt av konkursen og vil få full dekning dersom kravet ligger innenfor panteverdien. Overstiger fordringen pantets verdi, vil det resterende kravet overføres til konkursboet som et usikret krav.

Dersom det er midler igjen i konkursboet, vil krav som har oppstått etter konkursåpningen prioriteres. Slike krav betegnes i loven som massekrav. Kravene kan være kostnader knyttet til konkursen, driftsutgifter og andre krav som har dukket opp etter konkursåpningen. Deretter skal de resterende midlene fordeles på dividendekravene (Børresen, 2013).

Aksjeselskap og allmennaksjeselskap har begrenset ansvar. Aksjonærene er kun ansvarlig for den investerte kapitalen i selskapet. De har i utgangspunktet ikke ansvar overfor selskapets kreditorer ved konkurs, jf. asl./asal. §1-2. I visse tilfeller kan styremedlemmer, eiere og andre bli erstatningsansvarlige, jf. asl./asal. §17-1. Selskapets ledelse kan bli erstatningsansvarlige dersom de har opptrådt uforsvarlig.

5.2 Gjeldsforhandlinger etter konkursloven

Et alternativ til privat restrukturering er gjeldsforhandlinger etter konkursloven. Konkurslovens del 1 kapittel 5 og 6 omhandler henholdsvis frivillig gjeldsordning og tvangsakkord. Målet er å oppnå en frivillig avtale mellom kreditor og selskapet. Fremkommer det ikke en frivillig avtale, kan selskapet søke om tvangsakkord (Børresen, 2013). Flere studier viser at regelverket for gjeldsforhandlinger etter konkursloven er lite benyttet (Andenæs, 2009; Børresen, 2013). I dette kapittelet vil vi belyse hvorfor.

Det er få åpnede gjeldsforhandlinger og enda færre som blir gjennomført, illustrert i Tabell 1 (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016).

Åpning av gjeldsforhandling	Antall
2015	0
2016	7
2017	3
2018	8

Tabell 1: Åpning av gjeldsforhandling etter konkursloven

(Brønnøysundregisterne, 2018)

Frivillig gjeldsordning krever $\frac{3}{4}$ flertall blant kreditorene for at et forslag skal bli vedtatt, jf. kkl. §25. Hovedproblemet er at det er for lite midler i selskapet til at kreditorene vil godkjenne løsningen (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016). Det samme gjelder for tvangsakkord, da det kreves 25 % minimumsdividende av hva de alminnelige fordringshavere har til gode, jf. kkl. §30. Tvangsakkord har også strenge flertallskrav. Dersom selskapet kan dekke mer enn 50 % av kreditorenes fordringer, gjelder $\frac{3}{5}$ flertallskrav, jf. kkl. §43. Kan selskapet dekke mindre enn 50% av fordringene gjelder $\frac{3}{4}$ flertall.

Et annet argument er at selskapet begjærer gjeldsforhandling for sent (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016).

Dersom gjeldsforhandlingene ikke fører frem, blir selskapets bo automatisk tatt under konkursbehandling (Justis- og beredskapsdepartementet, 2016). Derfor kan det være risikabelt for selskapet å starte prosessen. De pantesikrede og de andre prioriterte kreditorene er ikke bundet av tvangsakkorden. Kravene må dekkes fullt ut så langt pantet rekker, før det kan deles ut midler til de uprioriterte kreditorene. Det gjør at de uprioriterte kreditorene må bære alle omkostningene, dersom det ikke er midler igjen i boet. Derfor er løsningen mindre interessant for selskapet og de uprioriterte kreditorene.

5.3 Chapter 11 of the US Bankruptcy Code

Gjeldsforhandlingen etter US Bankruptcy Code Chapter 11 (Chapter 11), er et velfungerende regelverk som favoriserer insolvente selskaper og deres ledelse (Gaughan, 2015, s. 444). Chapter 11 kan også anvendes av selskaper som ikke er hjemmehørende i USA, jf. 11. U.S.C §109. Selskapene må imidlertid oppfylle visse krav. Eksempelvis må selskapets hovedkontor, drift, lån eller eiendeler ha tilknytning til USA.

Det er selskapet som fremmer begjæring om åpning av gjeldsforhandlinger etter Chapter 11. Det er ikke krav om insolvens eller andre vurderinger av selskapets økonomi for at gjeldsforhandlingen kan igangsettes (Sarra, 2003). Domstolen beslutter åpning av gjeldsforhandling, og selskapet må opplyse kreditorene om åpningen. De kreditorene som har krav mot selskapet, må informere domstolen om dette (Gaughan, 2015).

Et viktig element i Chapter 11 er “Automatic stay”. Det innebærer at alle søksmål og krav mot selskapet, som har oppstått etter at de har søkt om Chapter 11, ikke tas hensyn til (Jacob et al., 2000, s. 49). Slik kan selskaper beskytte seg mot gjeldsfølgelse. Kreditorbeskyttelsen vil gjelde for selskapets kreditorer og vil høyst sannsynlig bli respektert av de fleste kreditorene i alle land (høringsnotat).

Selskapets størrelse er en faktor ved utfallet av en gjeldsforhandling etter Chapter 11. Forskning viser at det er betydelige forskjeller mellom større selskaper (over MUSD 100) og mindre (under MUSD 25) ved gjennomføringen av Chapter 11. De større selskapene har en suksessrate på 69%, mot de mindre selskapene på 30% (Gaughan, 2015).

Det eksisterer også løsninger som kombinerer Chapter 11 og privat restrukturering. En av løsningene betegnes som “Pre-packaged Chapter 11 Case” (pre-pack). Pre-pack innebærer at selskapet og kreditorene blir enige om en plan for restruktureringen. Selskapet forbereder en opplysningserklæring og sender ut innkallelser, før Chapter 11 fremsettes (Gaughan, 2015). Slik kan selskapet få fordeler av begge alternativer, og domstolsbehandlingen vil gjennomføres raskt.

En annen hybrid mellom Chapter 11 og privat restrukturering, er “pre-negotiated Chapter 11 plan” (pre-negotiated). Ved en slik løsning søker selskapet om Chapter 11, samtidig som de sender inn dokumenter med Chapter 11-plan og opplysningserklæring (Gaughan, 2015, s. 238). Ved en pre-negotiated-avtale har selskapet allerede forhandlet frem en løsning med de største kreditorene. Sammenlignet med pre-pack, starter ikke selskapet med innkallingsprosessen før de har fått konkursrettens godkjenning av opplysningserklæringen.

6.0 Presentasjon og analyse av funn

I dette kapittelet vil vi presentere Havila Shipping ASA og Solstad Offshore ASA. Analyse og vurdering av funn er basert på regnskapsanalyse og intervju med sentrale aktører i bransjen. Presentasjon og analyse av funn bygger på følgende problemstilling:

“Finansiell restrukturering i offshoreservicenæringen - hvilke effekter har slike restruktureringer?”

Første del av kapittelet beskriver analyseverktøy benyttet i regnskapsanalysen. Deretter presenteres analyse og funn av selskapsgruppene. I analysen vil selskapsinformasjon, selskaps- og kapitalstruktur, selve restruktureringen og nøkkeltall fra regnskapsanalysen presenteres. I siste delkapittel drøftes regnskapsanalysen i lys av teori og intervju, før konklusjon i Kapittel 7.

Det er viktig å presisere at vi betegner «rater» som utregnede kalkulasjoner i kapitlet, da det også benyttes i andre sammenhenger i offshoreservicenæringen.

6.1 Analyseverktøy

En analyse av selskapsgruppens nøkkeltall er et nyttig verktøy for å kunne evaluere gruppens økonomiske posisjon (Berg, 2018, s. 175). Nøkkeltallene er basert på resultat- og balanseregnskapet og legger grunnlaget for utregningen av likviditet (betalingsevne), soliditet (evne til å tåle tap) og rentabilitet (lønnsomhet). Egenkapitalen er gjerne bundet til eiendeler og dermed bør nøkkeltallene tolkes varsomt.

For å sikre holdbare analyser, har vi valgt å reformulere både balanse- og resultatregnskapet. Reformuleringene avdekker informasjon som er mest sentral for investorer og kreditorer, og gir et klarere bilde av selskapsgruppens økonomiske situasjon (Penman, 2013, s. 682). Forkortelsene i forskningsoppgaven er av engelsk terminologi, da dette er fagspråket for benyttet analyse.

Ved en reformulering vil balansepostene i balanseregnskapet deles inn i kortsiktige og langsiktige operasjonelle eiendeler, finansielle eiendeler, kortsiktig og langsiktig operasjonelle forpliktelser, i tillegg til rentebærende gjeld og egenkapital (Petersen, 2012). Inndelingen er presentert i Tabell 2.

Eiendeler	Gjeld og egenkapital
<ul style="list-style-type: none"> • Operating Current Assets (OCA) = Operasjonell kortsiktig eiendel • Non-Current Operating Assets (NCOA) = Langsiktig operasjonell eiendel • Financial Assets (FA) = Finansiell eiendel 	<ul style="list-style-type: none"> • Equity (E) = Egenkapital • Current Operating Liabilities (COL) = Kortsiktig operasjonell gjeld • Non-current Operating Liabilities = (NCOL) Langsiktig operasjonell gjeld • Interest-bearing Debt (IBD) = Rentebærende gjeld

Tabell 2: Reformulering balanseregnskap

Det reformulerte balanseregnskapet er delt inn i NOA (Net Operating Assets = netto operasjonelle eiendeler) og NIBD (Net Interest-bearing Debt = netto rentebærende gjeld). Utrekningene for disse er

$$\text{NOA} = (\text{OCA} + \text{NCOA}) - (\text{COL} + \text{NCOL})$$

$$\text{NIBD} = \text{IBD} - \text{FA}$$

I reformulert resultatregnskap fordeler vi regnskapspostene inn i inntekter, utgifter, avskrivninger og skatt. Disse postene benyttes til å regne ut EBITDA, EBIT, Tax-Shield og NOPAT.

Revenue	Salgsinntekter
- Other operating income	- Andre operasjonelle inntekter
- Operating expense	- Operasjonelle kostnader
= EBITDA	= Resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger
+/- Depreciation	+/- Avskrivning
+/- Amortization	+/- Nedskrivning
= EBIT	= Inntekter før renter og skatt
- Tax	- Skatt
+/- Tax-Shield from Net Financial Expenses*	+/- Skatteskjold fra netto finansielle kostnader
= Total operating Expense	= Sum operasjonelle kostnader
= NOPAT**	= Driftsresultat etter skatt
- Financial expense	- Finansielle kostnader
+/- Tax-Shield from Net Financial Expenses	+/- Skatteskjold fra netto finansielle kostnader
= Profit	= Resultat

Tabell 3: Reformulering resultatregnskap

* Tax-shield = Net financial expenses * tax rate

** NOPAT = EBIT - tax +/- tax-shield

6.1.1 Likviditetsanalyse

For å vurdere selskapsgruppens evne til å dekke kortsiktig gjeld, er Likviditetsgrad 1, 2 og 3 relevante. Ratene sammenligner eiendeler og forpliktelser, og benyttes for å vurdere sannsynligheten for at kortsiktige eiendeler dekker kortsiktig gjeld (Petersen, 2012, s. 155).

Regelen for Likviditetsgrad 1 er at den bør være større enn 2. Formelen for raten er

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

I motsetning til Likviditetsgrad 1, inkluderer Likviditetsgrad 2 kun de mest likvide kortsiktige eiendeler. Det gjør at raten vurderes som mer konservativ sammenlignet med Likviditetsgrad 1 (Petersen, 2012, s. 155). Likviditetsgrad 2 bør være over 1. Formelen for raten er

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En tredje rate som måler kortsiktig likviditet er Likviditetsgrad 3. Likviditetsgrad 3 bør være større enn 0,3 (Eklund & Knutsen, 2011). Formelen for raten er

$$\text{Likviditetsgrad 3} = \frac{\text{Betalingmilder}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

6.1.2 Soliditetsanalyse

For å vurdere langsiktig gjeld, bør både gjeldsgraden og soliditeten analyseres. Gjeldsgraden uttrykker forholdet mellom egenkapital og gjeld. Den viser hvor stor andel av finansieringen som kommer fra gjeld og egenkapital. Det betyr at jo mer gjeld et selskap har, desto høyere er risikoen. Det er verdt å merke seg at gjeldsgraden ikke skiller mellom langsiktig og kortsiktig gjeld. Formelen for gjeldsgrad er

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum Gjeld}}{\text{Sum egenkapital}}$$

Ifølge Proff Forvalt er vurderingen av gjeldsgrad fordelt slik

Ikke tilfredsstillende	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget god
> 20	20 - 8	7 - 3	2 - 1	< 1

Tabell 4: Vurdering av gjeldsgrad

(Proff Forvalt, 2019a)

En variasjon av gjeldsgrad, er soliditet. Soliditet viser hvor godt et selskap tåler tap og er et nøkkeltall for å vurdere selskapets evne til å betale på lang sikt (Berg, 2018). I motsetning til gjeldsgrad, sammenligner soliditet egenkapital og totalkapitalen. Formelen for soliditet er

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

Ifølge Proff Forvalt er vurderingen av soliditet fordelt slik

Ikke tilfredsstillende	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget god
< 3%	3,00% - 9,99%	10,00% - 17,99%	18%-40%	>40%

Tabell 5: Vurdering av soliditet

(Proff Forvalt, 2019b)

En høy gjeldsgrad og en lav solditetsrate indikerer en høy langsiktig likviditetsrisiko (Petersen, 2012, s. 158).

6.1.3 Lønnsomhetsanalyse

Rentabilitet handler om lønnsomhet, det vil si evnen til å tjene penger. Det finnes mange ulike rater innenfor en lønnsomhetsanalyse. De mest relevante for denne forskningsoppgaven er knyttet til inntjening og avkastning på egenkapital og eiendeler.

Avkastning på egenkapitalen (Return on Equity = ROE) påvirkes av både finansiell og operasjonell gjeldsgrad og måler lønnsomhet. ROE brukes for å sammenligne selskapets presentasjon mot selskaper i samme industri.

Utrekningen av ROE er

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utvidet resultat}}{(\text{Fjorårets egenkapital} + \text{årets egenkapital}) * \frac{1}{2}}$$

En mye benyttet lønnsomhetsrate knyttet til operasjonell lønnsomhet er avkastning på eiendeler (Return on assets = ROA). Formelen for ROA er

$$\text{ROA} = \frac{\text{Utvidet resultat}}{\text{Sum eiendeler}}$$

ROA beregnes av sum eiendeler og inkluderer både operasjonelle og finansielle eiendeler. Avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (Return on net operating assets = RNOA) skiller derimot mellom operasjonelle og finansielle poster.

Dermed måler RNOA selskapets finansielle ytelse av netto operasjonelle eiendeler. Grunnen til at vi velger å benytte både ROA og RNOA, er at vi ønsker å se forskjellen på operasjonelle og totale eiendeler ved finansiell ytelse. RNOA benyttes til å vurdere hvordan selskapet benytter sine operasjonelle eiendeler til å generere overskudd (Penman, 2013). Raten kan også brukes for å sammenligne selskapets presentasjon mot andre lignende selskaper. Formelen for RNOA er

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


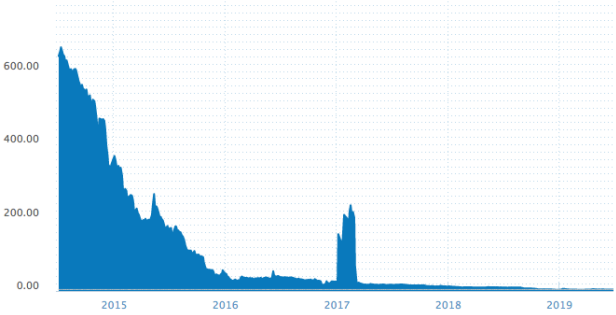
Profit Margin, også omtalt som Operating Margin, måler hvor stor andel av driftsinntektene som blir omgjort til overskudd. Den forklarer forholdet mellom salgsinntekter og utgifter, og beskriver hvor mye selskapet har igjen etter bruk av visse ressurser til å frembringe gitte driftsinntekter (Berg, 2018, s. 104). En slik analyse er mye benyttet og brukes til å anslå lønnsomheten av selskapets drift. Formelen for Profit Margin er

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Omløpshastigheten (Asset Turnover = ATO) indikerer størrelsen på kapitalbindingen til selskapets eiendeler. Teorien forklarer at ATO måler hvor godt et selskap genererer inntekter gjennom sine eiendeler, og høyere rate gir bedre resultat (Penman, 2013). ATO beregnes på følgende måte

$$\text{ATO} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{(\text{Fjorårets eiendeler} + \text{årets eiendeler}) * \frac{1}{2}}$$

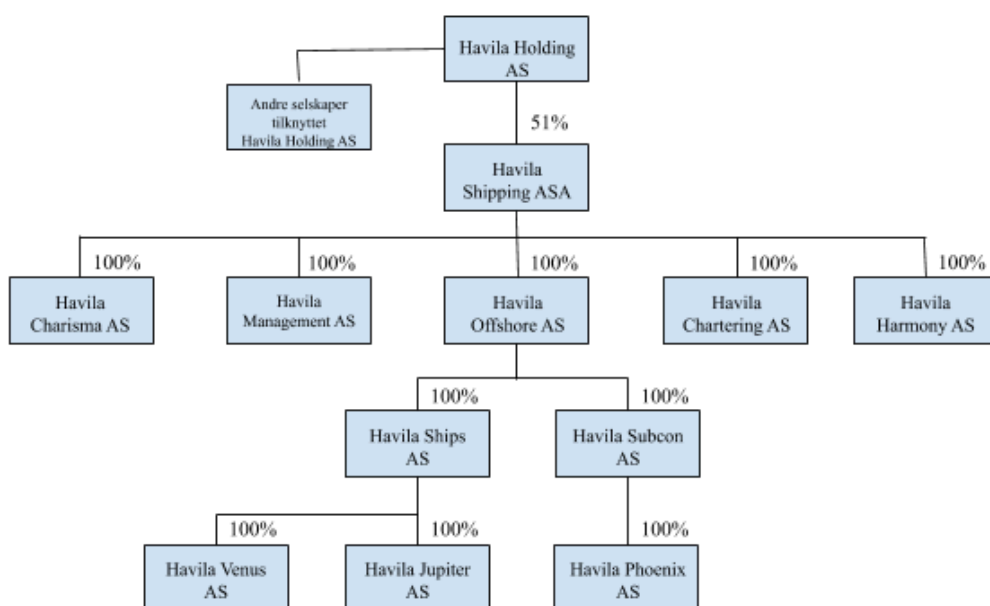
6.2 Havila Shipping ASA

	<p>Havila Shipping ASA Havilahuset 6092 Fosnavåg Norge www.havila.no</p>															
<p>Aksjekursutvikling fra 03.07.2014 – 27.06.2019 (Oslo Børs, 2019)</p> 																
<p>Nøkkelinformasjon aksjer per 31.12.18</p> <p>Aksjepris: NOK 4,26 Avkastning per aksje: NOK -51,87 Antall aksjer: 23 776 300</p> <p>ISIN: NO0010257728 Ticker: HAVI</p> <p>Notert: Oslo Børs, Oslo, Norge Sektor: Rederi og annen shippingvirksomhet</p>	<p>Nøkkeltall per 31.12.18 NOK 1000</p> <p>Driftsinntekter: 605 388 EBITDA: 148 967 Årsresultat: - 1 140 285</p> <p>Sum eiendeler: 3 532 402 Sum egenkapital: -712 544 Sum gjeld: 4 244 946</p> <p>Revisor: PricewaterhouseCoopers AS</p>															
<p>Flåten per 31.12.2018</p> <p>5 ankerhåndteringsfartøy (AHTS) 14 plattformforsyningskip (PSV) (hvorav fire eies eksternt og ett eies 50 %) 1 områdeberedskapsfartøy (innleid) (RRV) 3 subsea fartøy (Subsea)</p>	<p>Styret og daglig ledelse per 31.12.2018</p> <p>Jostein Sætrenes - <i>Styreleder</i> Hege Sævik Rabben - <i>Styrets nestleder</i> Helge Aarseth - <i>Styremedlem</i> Nina Skage - <i>Styremedlem</i> Jogeir Romestrand – <i>Styremedlem</i></p>															
<p>Største aksjonærer per 31.12.2018</p> <table border="1" data-bbox="395 1608 981 1921"> <tr> <td>Havila Holding AS</td> <td>NOR</td> <td>51%</td> </tr> <tr> <td>Sparebank 1 SMN Invest AS</td> <td>NOR</td> <td>6,1 %</td> </tr> <tr> <td>DNB Bank ASA</td> <td>NOR</td> <td>5,1%</td> </tr> <tr> <td>Islandbanki HF</td> <td>ISL</td> <td>2,7%</td> </tr> <tr> <td>Clearstream Banking S.A</td> <td>LUX</td> <td>2,1%</td> </tr> </table>	Havila Holding AS	NOR	51%	Sparebank 1 SMN Invest AS	NOR	6,1 %	DNB Bank ASA	NOR	5,1%	Islandbanki HF	ISL	2,7%	Clearstream Banking S.A	LUX	2,1%	<p>Njål Sævik - <i>Administrerende direktør</i></p>
Havila Holding AS	NOR	51%														
Sparebank 1 SMN Invest AS	NOR	6,1 %														
DNB Bank ASA	NOR	5,1%														
Islandbanki HF	ISL	2,7%														
Clearstream Banking S.A	LUX	2,1%														

Tabell 6: Oversikt Havila

6.2.1 Selskapsstruktur

Havila Holding AS er morselskapet i Havila Shipping ASA. Per 31.12.2018 eide Havila Holding AS 50,96% av de børsnoterte aksjene (Havila Årsrapport 2018). Havila har direkte og indirekte eierskap i flere selskaper. Datterselskapet Havila Management AS utgjør administrasjonen av konsernet, mens sjøfolkene er ansatt i Havila Shipping ASA og Havila Marine Guernsey Ltd. Videre er Havilas skip plassert i selskapene Havila Ships AS, Havila Subcon AS, Havila Offshore Labuan Ltd, Havila Phoenix AS, Havila Venus og Havila Jupiter (Havila Shipping ASA, 2019b).



Figur 3: Selskapsstruktur Havila

Havila Holding AS er den største aksjonæren i Havila ASA. Resterende aksjonærer har under 10 % eierandel, og det er flere kreditorer på eiersiden siden 2017. Dette er et resultat av konvertering av gjeld til aksjer i restruktureringen.

6.2.2 Restruktureringen

Havila havnet i en økonomisk krise i 2015 på grunn av manglende betaling av avdrag og renter. Samtidig ble egenkapitalen kraftig redusert og gjelden økte betydelig.

Dette førte til at Havila og deres sikrede kreditorer inngikk en avtale 05.01.2016 om å starte restruktureringsforhandlinger. Restruktureringsavtalen var bundet til en Condition Precedent-avtale. Den innebar at obligasjonseierne måtte vedta

avtalen. I tillegg var det krav om kapitalforhøyelse på minst MNOK 200 og reforhandling av leie på et av skipene innen 31.01.2016. Havila klarte imidlertid ikke å oppfylle kravene i avtalen innen fristen. I februar 2016 inngikk Havilas og finansielle kreditorer en standstill-avtale.

Sentrale hendelser i Havilas restruktureringsprosess er listet opp i Tabell 7

Dato	Børsmelding
05.01.2016	Avtale om finansiell restrukturering med sikrede kreditorer, under noen betingelser <ul style="list-style-type: none"> • Minimum MNOK 200 i ny egenkapital • Godkjenning av tilsvarende avtale av obligasjonseierne • Tilfredsstillende reforhandling av leie på et av Havilas skip
12.02.2016	Revidert forslag av restruktureringen
16.02.2016	Utilstrekkelig støtte innen fristen 15. februar til revidert forslag av restruktureringen
09.11.2016	Finansiell restruktureringsplan
14.11.2016	Merknader til restruktureringsplan fra obligasjonseierne
13.12.2016	Restrukturereringen godkjent av obligasjonseierne
27.02.2017	Gjennomføring av restrukturereringen godkjent på ekstraordinær generalforsamling
28.02.2017	Restrukturereringen gjennomført

Tabell 7: Børsmeldinger Havila

Restrukturereringen ble godkjent på ekstraordinær generalforsamling 03.01.2017 og gjennomført 28.02.2017. Løsningen i 2017 var basert på kalkulasjoner om et antatt svakt marked i 2017 og 2018, men med håp om bedring i 2019 og årene fremover (Havila Shipping ASA, 2018).

Hovedelementene i restruktureringsavtalen er presentert i Tabell 8.

	Millioner
Rettet emisjon majoritetsaksjonær	77
Anti-Dilution Protection Loan	41
Konvertibelt aksjonærlån	46
Konvertering av renter – rettet emisjon banker	135
Tegningsretter usikret gjeld	20
Påløpte renter usikret gjeld	100
Oppgjør usikret gjeld (kontanter og tegningsretter)	788
Estimert verdi av gjeldskonvertering “Non-core vessels I”	266
Estimert verdi av gjeldskonvertering “Non-core vessels III”	56
Total økning i egenkapital inklusiv konvertible aksjonærlån	1529
Restruktureringskostnad (2015, 2016, 2017)	96
Kostnad i % av total økning i egenkapital	6,28%

Tabell 8: Hovedelementer restrukturering Havila

Kostnadene for restruktureringen i 2017 utgjorde MNOK 96 fordelt i perioden 2015 - 2017. Dette tilsvarer om lag 6,3 % av den totale økningen av egenkapitalen. Det var ingen restruktureringskostnader i 2018.

Restruktureringsavtalen inkluderer en suspensjon av finansielle covenants med ett unntak. Unntaket er et krav om minimum kontantbeholdning på MNOK 50 til enhver tid frem til 7. november 2020. Dersom avtalen misligholdes, kan långiverne kreve lånene innfridd. Havalagruppens likviditetsbudsjett antyder at de vil oppfylle minimumskravet på kontantbeholdningen i 2018 (Havila årsrapport, 2018). Per 31.12.2018 var Havilas fri kontantbeholdning på MNOK 75,6.

En av del av avtalen var salg av fartøy kategorisert utenfor kjernevirksomhet. Totalt ble åtte fartøy solgt i perioden 2015 - 2018. Avtalen innebar også en inntjeningstest. Kravet var en EBITDA på minimum 2% av gjelden. Ifølge kvartalsrapporten i 2019 hadde tolv av skipene til Havila for lav inntjening til å bestå testen. Som en konsekvens, beregnes fartøyenes gjeldsrenter til en sats på 5%. Rentene tillegges lånet ved forfall (Havila Shipping ASA, 2019a).

Det har vært nye drøftelser om å fremforhandle en bedre og mer robust avtale med banker og obligasjonseierne i første kvartal av 2019. Dette på grunn av svakere resultat enn forventet i 2018 og for å sikre videre drift. Ifølge Havilas årsrapport fra 2018 er utfordringene med svak inntjening i forhold til gjeldsnivået, løsbart. Havila forventer at gjelden kan reduseres gjennom tre ulike løsninger. Den første løsningen er at långiver overtar eiendeler i bytte mot gjeld. En annen løsning er at eiendeler selges for å dekke udekket gjeld i aksjer. Tredje løsning er å reforhandle alternative løsninger for å redusere gjelden.

6.2.3 Kapitalstruktur

Fra teorien utgjør kapitalstrukturen finansieringen av selskapet. For å få en oversikt over Havilas kapitalstruktur, presenteres utviklingen for de siste åtte årene. Vi har valgt å fordele rentebærende og kortsiktig gjeld, da det er hensiktsmessig å skille obligasjonslån, banklån og kortsiktig gjeld for å få oversikt over selskapsgruppens forpliktelser. Videre vil også utviklingen av egenkapital bli presentert.

Havila (NOK 1000)	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Sum langsiktig lån kredittinstitusjoner	3 931 112	3 576 081	3 895 821	4 528 442	4 779 658	3 450 053	3 441 570
Sikret obligasjonslån	427 905	201 052	515 770	634 219	634 219	637 739	637 739
Usikret obligasjonslån	1 166 111	1 050 000	600 000	500 000	500 000	0	0
Sum obligasjonslån	1 594 016	1 251 052	1 115 770	1 134 219	1 134 219	637 739	637 739
Sum rentebærende gjeld	5 525 128	4 827 133	5 011 591	5 662 661	5 913 877	4 087 792	4 079 309
Sum kortsiktig gjeld	969 840	1 363 945	1 211 271	5 900 080	6 104 222	240 660	133 404

**Balansført som kortsiktig gjeld på grunn av mislighold av låneavtale.*

Tabell 9: Gjeldsoversikt Havila

Det har vært en reduksjon av gjeld til sikrede og usikrede kreditorer på MNOK 1 285. I tillegg er annen kortsiktig gjeld redusert med MNOK 357 som følge av restruktureringen i 2017 (Havila Shipping ASA, 2018). Det er tydelig at reduksjonen av selskapsgruppens gjeld var et resultat av gjeldskonvertering til aksjer.

Det usikrede obligasjonslånet ble konvertert i sin helhet etter restruktureringen. Videre har de sikrede obligasjonslånene økt noe fra 2016 til 2017 som følge av forlengelse av utløpstiden på to av tre obligasjonslån. Ifølge årsrapporten for 2018 er obligasjonslånene sikret med pant i to ulike skip.

I perioden fra 16.02.2016 og frem til gjennomføringen av restruktureringen i 2017 betalte ikke Havila renter eller avdrag til finansielle kreditorer. Bank- og obligasjonslån ble klassifisert som kortsiktig gjeld per 31.12.2016 på grunn av brudd med lånebetingelsene. I tillegg var det ikke en ubetinget rett til å utsette oppgjøret i minst ett år etter rapporteringsperioden. Lånene ble etter restruktureringen i 2017 igjen klassifisert som langsiktig gjeld, med unntak av første års avdrag.

Havilas egenkapital økte fra 2016 til 2017 gjennom en rettet emisjon i restruktureringen. Gjeldskonverteringen styrket også egenkapitalen i 2017. Likevel var egenkapitalen negativ allerede i 2018. Videre analyse av egenkapitalen vil bli presentert i 6.2.5 Soliditetsanalyse.

6.2.4 Likviditet

Havila	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1 (Current ratio)	0,90	0,54	0,67	0,10	0,14	2,27	2,28
Likviditetsgrad 2 (Quick ratio)	0,88	0,53	0,66	0,10	0,13	2,18	2,13
Likviditetsgrad 3 (Cash ratio)	0,52	0,30	0,29	0,03	0,09	1,04	0,64

Tabell 10: Likviditetsgrad Havila

Det fremkommer i Havilas årsrapport fra 2018 at likviditetsmangelen, som en konsekvens av sviktende resultater, var hovedbegrunnelsen for at det ble gjennomført en restrukturering i 2017. Med det som utgangspunkt, har de tre ulike likviditetsgradene vært relativt stabile frem til 2015. To av tre rater faller likevel under tilfredsstillende nivå, jf. Tabell 10. Etter restruktureringen har likviditeten til Havila vært tilfredsstillende, hvilket betyr at selskapsgruppens evne til å betale sine forpliktelser har vært god. Selv om vi har analysert få år etter restruktureringen, kan det tyde på at restruktureringen har vært effektiv med tanke på selskapsgruppens likviditet.

Videre er likviditetsutviklingen sentral i innledningen til nye forhandlinger med långivere om en eventuell ny restrukturering. Fra teorien er selskapets likviditet avgjørende for kreditorene. Det er grunn til å anta at Havila er bedre rustet til nye forhandlinger om restrukturering basert på tilfredsstillende likviditet.

6.2.5 Soliditet

Havila (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	2 008 164	2 021 605	2 022 103	502 405	-699 939	423 137	-712 544
Utvikling egenkapital i %	10,99%	0,67%	0,02%	-75,15%	-239,32%	-160,45%	-268,40%
Gjeld	6 677 006	6 321 789	6 351 650	6 031 822	6 171 382	4 373 351	4 244 946
Utvikling gjeld i %	0,09	-0,05	0,00	-0,05	0,02	-0,29	-0,03
Gjeldsgrad	3,32	3,13	3,14	12,01	-8,82	10,34	-5,96
Soliditet	23,12%	24,23%	24,15%	7,69%	-12,79%	8,82%	-20,17%

Tabell 11: Soliditet Havila

Det er en tydelig sammenheng mellom ratene fra soliditetsanalysen og utviklingen av egenkapital og gjeld. Tabell 11 viser at egenkapitalen stiger frem til 2014. Fra 2015 var det en drastisk endring som medførte en negativ egenkapital i 2016. Som følge av restruktureringen, har selskapsgruppen skaffet ny egenkapital og fått positiv egenkapital samme år. Det verdt å merke seg at egenkapitalen allerede er negativ i 2018 og at denne utviklingen fortsetter i første kvartal av 2019.

I tillegg til dårlige resultater, er en viktig faktor delvis knyttet til nedskrivninger av eiendeler. Fra teorien ser vi at verdien av eiendeler står sentralt når kreditorene vurderer om det skal innvilges lån. Nedskrivninger påvirker balansen negativt, da verdien av eiendeler reduseres. Havila har de siste fire årene, med unntak av 2017, nedskrevet verdien av skip på underkant av MNOK 3 000. Det betyr at den bokførte verdien av skipene har vært for høy i forhold til reell verdi. Som en konsekvens, har den bokførte verdien av Havilas eiendeler blitt redusert betydelig de siste årene.

Gjelden er en viktig faktor som påvirker soliditeten. Gjelden er økende frem til 2016, men den reduseres i årene etter. Dette reflekteres ved at gjeldsgraden er betydelig høyere fra 2014 til 2015 og er et resultat av lav egenkapital og høyere gjeld. Videre er gjeldsgraden negativ i 2018, hvilket betyr at selskapsgruppen er i en ugunstig situasjon. Årsaken til at gjeldsgraden er negativ er på grunn av

negativ egenkapital. Simultant har soliditeten sunket. Kombinasjonen av høy gjeldsgrad og lav soliditet indikerer at Havilas evne til å tåle tap er svekket fra 2011 til 2018, selv etter restruktureringen i 2017.

6.2.6 Rentabilitet

Havila	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	0,53%	0,67%	0,18%	-120,95%	-	-559,70%	-
ROA	0,12%	0,16%	0,04%	-20,48%	-20,03%	15,09%	-27,38%
RNOA	1,87%	2,82%	5,31%	-23,25%	-21,13%	-9,46%	-63,09%
PM	41,95%	47,91%	50,54%	47,77%	43,40%	13,17%	24,48%
ATO	0,15	0,16	0,17	0,23	0,26	0,21	0,14

Tabell 12: Rentabilitet Havila

Positiv avkastningen på egenkapitalen har vært relativt stabil frem til 2015. For 2016 til 2018 er ROE misvisende, da egenkapitalen var negativ i 2016 og 2018 og dermed ikke er analyserbare. Selv om tallet er misvisende, mener vi det er relevant å ta med raten i analysen, da ROE ofte benyttes for å sammenligne selskapsgruppens presentasjon mot andre selskaper i samme bransje. Dette presenteres i delkapittel 6.4. Det er tydelig at de store svingningene i egenkapitalen indikerer at selskapsgruppen er i en ustabil økonomisk situasjon.


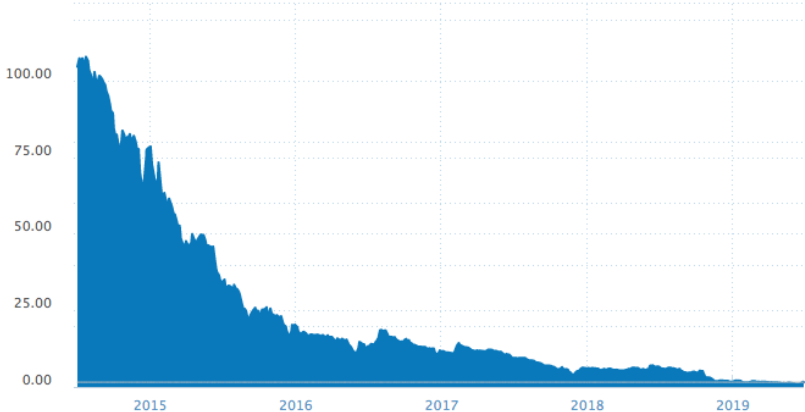
ROA viser hvor lønnsomt selskapet er ved benyttelse av eiendeler. Det vil si hvor godt selskapsgruppen bruker sine eiendeler for å skape inntjening. Frem til 2014 har ROA vært relativt lav, og det er betydelig negativ avkastning foruten året med restruktureringen. Det er klart at inntjening knyttet til eiendeler ikke har vært tilfredsstillende.

Videre har RNOA også hatt en negativ utvikling. Raten viser hvor godt et selskap klarer å benytte sine eiendeler på en økonomisk verdifull måte. En høy rate indikerer at selskapets ledelse skaper en høyere inntjening for hver krone som er investert i eiendelene (Penman, 2013). Det fremkommer av RNOA-raten at Havila har mindre inntjening for hver krone investert de siste årene. Den negative utviklingen viser at Havila ikke lykkes med å bruke sine operasjonelle eiendeler til å generere overskudd.

Profit Margin har vært relativt stabil frem til 2016, men senere har den sunket betydelig. Det betyr at Havila har hatt mindre igjen etter at ressursene er brukt for å skaff driftsinntekter.

Det er tydelig at Havila har en lav ATO, og det antyder at selskapsgruppen ikke bruker sine eiendeler effektivt til å generere inntekter. Likevel varierer raten fra bransje til bransje, og raten viser et bedre bilde ved sammenligning av andre selskapsgrupper i offshoreservicenæringen.

6.3 Solstad Offshore ASA

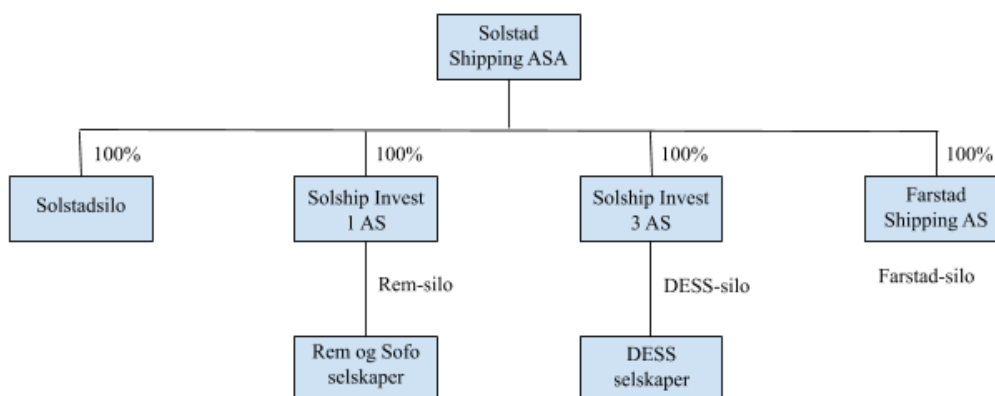
		Solstad Offshore ASA Nesavegen 39 4280 Skudeneshavn Norge www.solstad.com														
Aksjekursutvikling fra 02.07.2014 – 28.06.2019																
																
(Oslo Børs, 2019)																
Nøkkelinformasjon aksjer per 31.12.18 Aksjepris: NOK 1,72 Avkastning per aksje: NOK -20.20 Price/earnings Antall aksjer: 291 391 777 ISIN: NO0010713548 Ticker: SOFF Notert: Oslo Børs, Oslo, Norge Sektor: Rederi og annen shippingvirksomhet	Nøkkeltall per 31.12.18 NOK 1000 Driftsinntekter: 4 910 095 EBITDA: 774 698 Årsresultat: -4 356 940 Sum eiendeler: 31 614 599 Sum egenkapital: -850 672 Sum gjeld: 32 465 271 Revisor: Ernst & Young AS															
Flåten per 31.12.18 33 Construction support vessel (CSV) 42 ankerhåndteringsfartøy (AHTS) 61 plattformforsyningskip (PSV)	Styret og daglig ledelse per 31.12.18 Harald Espedal - <i>Styreleder</i> Toril Eidesvik - <i>Styremedlem</i> Ellen Solstad – <i>Styremedlem</i> Frank Ove Reite - <i>Styremedlem</i> Merete Haugli - <i>Styremedlem</i> Harald Lauritz Thorstein - <i>Styremedlem</i> Lars Peder Solstad - <i>Administrerende direktør</i>															
Største aksjonærer per 31.12.18 <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td>Aker Capital AS</td> <td>NOR</td> <td>20,1%</td> </tr> <tr> <td>Hemen Holding Limited</td> <td>CYP</td> <td>16,1 %</td> </tr> <tr> <td>SOFF Invest AS</td> <td>NOR</td> <td>6,5%</td> </tr> <tr> <td>DNB Bank ASA</td> <td>NOR</td> <td>3,2%</td> </tr> <tr> <td>Ocean Yield ASA</td> <td>NOR</td> <td>3,0%</td> </tr> </table>	Aker Capital AS	NOR	20,1%	Hemen Holding Limited	CYP	16,1 %	SOFF Invest AS	NOR	6,5%	DNB Bank ASA	NOR	3,2%	Ocean Yield ASA	NOR	3,0%	
Aker Capital AS	NOR	20,1%														
Hemen Holding Limited	CYP	16,1 %														
SOFF Invest AS	NOR	6,5%														
DNB Bank ASA	NOR	3,2%														
Ocean Yield ASA	NOR	3,0%														

Tabell 13: Oversikt Solstad

Før vi starter analysen av Solstad, bemerkes det at Solstad gjennomførte fusjoner med Rem Offshore ASA (Rem) i 2016 og med Farstad Shipping ASA (Farstad) og Deep Sea Supply PLC (DESS) i 2017. Fusjonen er derfor en påvirkende faktor, i tillegg til restruktureringen for utviklingen av balanse- og resultatregnskapet. Nærmere beskrivelse av fusjonene fremkommer i kapittel 6.3.1 Selskapsstruktur. Selv om forskningsoppgaven ikke omhandler fusjon, mener vi likevel at restruktureringen av Rem og Farstad er en viktig del av Solstads økonomiske utvikling. Vi har valgt å analysere hvert enkelt selskapsgrupper fra 2012 og frem til fusjonene ble gjennomført.

6.3.1 Selskapsstruktur

Solstad Offshore ASA utgjør morselskapet i konsernet med mer enn 50% eierskap i datterselskapene. Solstad deler strukturen opp i fire “siloer”, der “siloene” representerer henholdsvis Solstad-, Rem-, Farstad- og DESS-gruppen.



Figur 4: Forenklet selskapsstruktur Solstad

Det har vært store endringer i selskapsstrukturen de siste årene på grunn av fusjonene. Ifølge børsmeldinger var fusjonene et nødvendig strukturtiltak for dagens marked, og for gi en mer effektiv drift med lavere kostnader.

Samtlige fusjoner ble gjennomført som en trekantfusjon jf. asal. §13-2 (2), der det ble utstedt vederlagsaksjer i Solstad Offshore ASA. Rem ble fusjonert med Solship Invest 1 AS i 2016. Videre ble Farstad fusjonert med Solship Invest 2 AS i 2017 og endret navn til Farstad AS samme år (Brønnøysundregisterne, 2017). Simultant med Farstad-Solstad-fusjonen, ble DESS fusjonert med Solship Sub

AS, som igjen fusjonerte med Ship Invest 3 AS. Etter fusjonen mellom Solstad, Farstad og DESS, har Solstad Offshore ASA endret antall aksjeklasser. Tidligere hadde de to aksjeklasser delt inn i A-aksjer med stemmerett og B-aksjer med begrenset stemmerett, til å kun ha A-aksjer med stemmerett. Dette innebar konvertering av B-aksjer til A-aksjer.

Solstad er et stort konsern og det fremkommer ikke tydelig hvilke selskaper som har ansvar for administrasjonen, skip og mannskap. Likevel er det grunn til å anta at det er flere selskaper med samme formål. Eksempelvis har Solstad blant annet datterselskapene Solstad Management AS og Deep Sea Supply Management AS, som ifølge Brønnøysundregisteret, yter administrative tjenester til selskaper innen shipping- og offshorebransjen (Brønnøysundregisterne, 2019a, d).

Videre viser Brønnøysundregisteret at Rem Crewing AS og Farstad Shipping Crewing Services Pte Ltd har som formål å drive utleie av mannskap til offshore skip og tilhørende virksomhet. Det er grunn til å anta at det ligger flere skip i de ulike "siloene" (Brønnøysundregisterne, 2019b, c).

Aker Capital AS har vært den største aksjonæren i Solstad fra 2016 og ut analyserte år. Som en konsekvens av fusjonene, er Hemen Holding Ltd fra DESS og Soff Invest fra REM, de største aksjonærene både i 2017 og 2018. Tyrhold og Farstad Invest AS var opprinnelig den største aksjonæren fra Farstad per 31.12.2016. Etter fusjonen i 2017 eide de over 1% av aksjene i Solstad, men falt under 1% i 2018. På grunn av gjeldskonvertering til aksjer gjennom restruktureringen, har flere kreditorer kommet inn som aksjonærer. Det er verdt å merke seg at ingen av aksjonærene har negativ kontroll, alminnelig eller kontrollerende flertall.

6.3.2 Restruktureringen

Da det er flere transaksjoner som har blitt gjort i Solstad, velger vi å dele opp de enkelte transaksjonene og slik få oversikt over virkningene. Rem og Solstad ble fusjonert siste kvartal av 2016, mens Farstad og DESS ble fusjonert i første kvartal 2017. Både Rem og Farstad ble restrukturert før gjennomføringen av fusjonene.

Bakgrunnen for restruktureringen i 2016 var blant annet at Rem ville styrke sin balanse og likviditet. 27.06.2016 sendte Rem ut en børs melding om restruktureringen. Den inkluderte en Condition Precedent-avtale om et positivt vedtak på obligasjonseiermøte i september samme år.

Imidlertid gjorde Aker Capital AS store oppkjøp i deler av obligasjonsgjelden hos Rem. Dette resulterte i at selskapet skaffet seg negativ kontroll i et av obligasjonslånene. Vilåret Aker stilte for restruktureringen var at Rem fusjonerte med Solstad. Betingelsen var at fusjonen ble godkjent på obligasjonseiermøte og positive vedtak i respektive generalforsamlinger, i tillegg til en godkjent restrukturering i Rem. Fra teorien er dette kjent som et Holdout Problem.

Fra fusjonsplanen mellom Solstad og Rem bekreftes det at Rems eksisterende aksjekapital hadde liten gjenværende verdi. Eksisterende gjeld måtte reduseres og ny kapital tilføres. Som en konsekvens av brudd på covenants, ble det inngått en standstill-avtale med bankene (Solstad Offshore ASA, 2016a).

Med det som utgangspunkt er hovedelementene i restruktureringen

Restrukturering av Rem	MNOK
Rettet emisjon til Åge Remøy (direkte/indirekte)	150
Gjeldskonvertering (Obligasjonslån)	513
Gjeldskonvertering (Kanselleringskostnader)	191
Total økning i egenkapital (REM)	854
Effekt i Solstad av restruktureringen/fusjonen med Rem	
Rettet emisjon til Aker	250
Konvertibelt aksjonærlån til Aker (blir konvertert til aksjer i 2017)	250
Total økning i egenkapitalen (Solstad)	500

Tabell 14: Hovedelementer restrukturering Rem

Virkningene av restruktureringen av Rem vises i regnskapene til Solstad og vil bli nærmere diskutert i analysen. Størrelsen på kostnadene tilknyttet restruktureringen av Rem fremkommer ikke.

Restruktureringen av Farstad ble gjennomført i mars 2017. Allerede måneden før annonserte Farstad at Aker Capital AS (fra Solstad), Hemen (fra DESS) og Farstads store långivere hadde inngått avtale om restrukturering av Farstad. Bakgrunnen for restruktureringen var å redusere den finansielle risikoen for Farstad før fusjonen med Solstad.

Hovedelementene for restruktureringen av Farstad er presentert i tabellen under

Restrukturering Farstad	MNOK
Gjeldskonvertering	940
Gjeldskonvertering av renter	271
Gjeldskonvertering (Obligasjonslån)	1407
Frigjort forpliktelse (F-shiplease)	161
Endring av vilkår (nedbetalingsprofil)	101
Total økning i egenkapitalen	2880

Tabell 15: Hovedelementer restrukturering Farstad

Det fremkommer ikke i årsrapportene eller via børsmeldinger hva kostnaden for restruktureringen utgjorde.

I tillegg til hovedelementene nevnt i Tabell 15, viser årsrapporten fra 2017 at Farstad fikk forhåndsgodkjennelse til å selge eldre skip til lavere verdi enn sikret gjeld på skipene. Det ble gitt restriksjoner for utbetaling av dividende, opptak av nye lån og inngå nye investeringer. Farstad måtte også gjennomføre tiltak for å redusere risikoen knyttet til egenkapitalen og godta Cash Sweep. Cash Sweep innebærer at selskapsgruppen bruker sin frie kontantstrøm til å nedbetale gjeld (Bodmer, 2015). Minimum Value Clause på 100% for hele gruppens flåte ble suspendert ut 2019.

Allerede i mars 2018 ble det inngått en standstill-avtale mellom Solship Invest 3 AS og kreditorene. Fra teorien er en slik avtale en indikasjon på at selskapsgruppen har finansielle problemer og tyder på at gruppen ikke kan betale sine forpliktelser. I august samme år ble avtalen om finansiell restrukturering signert. Avtalen innebar utsettelse av rente- og avdragsbetalinger på om lag MUSD 48 ut 2019. Basert på Q1-rapporten for 2019, i tillegg til børsmeldinger, er

det ingen indikasjon på at restruktureringen er like omfattende som REM og Farstad per 08.06.2019.

Det er tydelig tegn på at en ny finansiell restrukturering er i gang for Solstad-gruppen. Fra årsrapporten i 2018 beskriver Solstad sin finansielle situasjon som ikke-bærekraftig på grunn av negativ egenkapital og press på likviditet. Solstad har vært i forhandlinger med sine viktigste kreditorer for å finne en langsiktig løsning på sine finansielle utfordringer (Solstad Offshore ASA, 2019a). Solstad mener at denne løsningen vil komme gjennom en omfattende restrukturering av gruppens balanse. Som en midlertidig løsning har Solstad og kreditorene inngått en avtale om suspensjon av en rekke covenants, se Vedlegg 21 til 20.06.2019.

6.3.3 Kapitalstruktur

For å få en oversikt over Solstads kapitalstruktur vil utviklingen de siste syv årene bli presentert. Dette inkluderer påvirkningen fra restruktureringene og fusjonene. Vi har valgt å fordele rentebærende gjeld og kortsiktig gjeld, da det er hensiktsmessig å skille obligasjonslån, banklån og kortsiktig gjeld og slik få oversikt over selskapsgruppens forpliktelser. Videre vil utviklingen av egenkapitalen presenteres. Det bemerkes at vi kun har tatt med tall for Solstad, da disse inkluderer endringene i forbindelse med restruktureringene og fusjonene. En nærmere analyse av gjeld og egenkapital presenteres i 6.3.5 Soliditet, men vi vil i denne delen få frem de viktigste endringene av kapitalstrukturen.

Solstad (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sum pantesikret gjeld	7 114 130	7 539 122	10 094 844	8 905 838	14 020 292	25 159 919	1 081 101
Sum obligasjonslån	1 400 000	1 400 000	1 700 000	1 700 000	1 291 472	1 039 421	1 079 364
Sum rentebærende gjeld	8 514 130	8 939 122	11 794 844	10 605 838	15 311 764	26 199 340	2 160 465
Sum kortsiktig gjeld	2 815 263	2 264 190	2 087 718	3 140 657	1 006 188	2 020 784	27 669 377

Tabell 16: Gjeldsutvikling Solstad

Økningen av pantesikret gjeld fra 2015 til 2017 skyldes fusjonene med Rem, Farstad og DESS. Sum rentebærende gjeld har økt hvert år med unntak av 2015 og 2018. Obligasjonslån har sunket etter 2015, da selskapsgruppen ikke har tatt

opp nye lån. Solstad har gjennom analyserte år gått fra to til ett obligasjonslån. Obligasjonslånet Solstad har per 31.12.2018 utgår i september 2021.

MNOK 21 500 av den langsiktige gjeld i siloene Solstad Offshore, Farstad Shipping og Solship Invest 3 er klassifisert som kortsiktig gjeld i 2018. Bakgrunnen for klassifiseringen av gjeldspostene er knyttet til standstill-avtalen med bankene og obligasjonseierne om betalingsutsettelse av renter og avdrag. Avtalen utgår i løpet av 2019. I tillegg ble MNOK 3 600 av den langsiktige gjelden for Solship Invest 1 klassifisert som kortsiktig. Ifølge årsrapporten for 2018 er årsaken til klassifiseringen basert på antagelse om at siloen i løpet av det neste året ikke vil klare å betjene sin nåværende gjeld i henhold til låneavtalene.

Videre har restruktureringen av Rem ført til en økning i egenkapitalen på MNOK 854 i 2016. Restruktureringen av Farstad resulterte i en egenkapitaløkning på MNOK 2 880 kroner i 2017. Økningene i egenkapitalen var i hovedsak en konsekvens av gjeldskonvertering til aksjer for både Rem og Farstad.

6.3.4 Likviditet

Solstad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1 (Current Ratio)	0,58	1,01	1,20	0,64	2,76	1,80	0,11
Likviditetsgrad 2 (Quick Ratio)	0,55	0,98	1,17	0,62	2,68	1,69	0,10
Likviditetsgrad 3 (Cash Ratio)	0,29	0,55	0,63	0,33	1,74	0,93	0,05

Tabell 17: Likviditetsgrad Solstad

Rem	2012	2013	2014	2015
Likviditetsgrad 1 (Current Ratio)	1,92	1,22	1,06	1,33
Likviditetsgrad 2 (Quick Ratio)	1,92	1,22	1,06	1,33
Likviditetsgrad 3 (Cash Ratio)	1,58	0,71	0,69	0,96

Tabell 18: Likviditetsgrad Rem

Farstad	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsgrad 1 (Current Ratio)	1,225	1,606	1,281	1,165	0,125
Likviditetsgrad 2 (Quick Ratio)	1,197	1,571	1,247	1,129	0,119
Likviditetsgrad 3 (Cash Ratio)	0,739	1,018	0,858	0,750	0,070

Tabell 19: Likviditetsgrad Farstad

DESS	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsgrad 1 (Current Ratio)	1,14	3,03	3,11	1,03	1,71
Likviditetsgrad 2 (Quick Ratio)	1,10	2,99	3,05	1,01	1,63
Likviditetsgrad 3 (Cash Ratio)	0,07	0,18	0,13	0,23	0,08

Tabell 20: Likviditetsgrad DESS

Likviditetsgrad 1 har ikke vært tilfredsstillende for Solstad fra 2012 til fusjonen med Rem i 2016. Farstads rate har ikke vært tilfredsstillende i analyseperioden. Likviditetsgrad 1 for DESS er tilfredsstillende i 2013 og 2014. DESS og Solstad er de eneste selskapsgruppene som har oppnådd tilfredsstillende likviditetsgrad 1. Videre viser Tabell 17 at likviditetsgrad 1 har vært svak etter fusjonen med Farstad og DESS. Det skyldes i hovedsak at store deler av den langsiktige gjelden ble klassifisert som kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 2 for Rem og DESS var tilfredsstillende i alle analyserte år. For Farstad var raten tilfredsstillende frem til 2016. Likviditetsgrad 2 for Solstad har vært svingende med en tilfredsstillende rate i 2014, 2016 og 2017. Særlig i 2017 da fusjonene og restruktureringen ble gjennomført var raten god. Det er en synlig endring fra 2016 til 2018 som skyldes klassifiseringen av langsiktig gjeld. Dette viser tydelig at Solstads evne til å betale sine forpliktelser i utgangen av 2018, var lav.

I motsetning til likviditetsgrad 1, har likviditetsgrad 3 vært tilfredsstillende for Rem i analyseperioden. Dette gjelder også for Farstad og Solstad, med unntak av henholdsvis 2016 og 2018. Raten har for DESS vært svak i hele analyseperioden. Basert på likviditetsgrad 3 har Rem, Farstad og Solstad hatt mer likvide betalingsmidler enn DESS.

6.3.5 Soliditet

Solstad (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	4 624 932	4 954 275	5 057 532	3 667 575	3 455 727	4 962 404	-850 672
Utvikling egenkapital i %		7,12%	2,08%	-27,48%	-5,78%	43,60%	-117,14%
Gjeld	10 102 457	10 070 857	12 688 456	12 568 609	18 829 155	31 148 377	32 465 272
Utvikling gjeld i %		-0,31%	25,99%	-0,94%	49,81%	65,43%	4,23%
Gjeldsgrad	2,18	2,03	2,51	3,43	5,45	6,28	-38,16
Soliditet	31,40%	32,97%	28,50%	22,59%	15,51%	13,74%	-2,69%

Tabell 21: Soliditet Solstad

Rem (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	1 933 565	1 994 764	2 335 016	2 218 080
Utvikling egenkapital i %		3,17%	17,06%	-5,01%
Gjeld	3 230 893	4 205 288	5 154 787	4 915 886
Utvikling gjeld i %		30,16%	22,58%	-4,63%
Gjeldsgrad	1,67	2,11	2,21	2,22
Soliditet	37,44%	32,17%	31,18%	31,09%

Tabell 22: Soliditet Rem

Farstad (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital	6 775 849	6 877 974	6 624 758	4 344 077	986 605
Utvikling egenkapital i %		1,51%	-3,68%	-34,43%	-77,29%
Gjeld	10 659 091	12 769 761	13 781 893	13 781 893	12 551 125
Utvikling gjeld i %		19,80%	7,93%	0,00%	-8,93%
Gjeldsgrad	1,57	1,86	2,08	3,17	12,72
Soliditet	38,86%	35,01%	32,46%	23,97%	7,29%

Tabell 23: Soliditet Farstad

DESS (USD 1000)	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital	157 009	257 220	443 148	291 584	129 600
Utvikling egenkapital i %		63,83%	72,28%	-34,20%	-55,55%
Gjeld	608 703	179 461	356 496	324 569	658 839
Utvikling gjeld i %		-70,52%	98,65%	-8,96%	102,99%
Gjeldsgrad	3,88	0,70	0,80	1,11	5,08
Soliditet	20,50%	58,90%	55,42%	47,32%	16,44%
Dollarkurs (Norges bank)	5,821	5,8768	6,3019	8,0739	8,3987

Tabell 24: Soliditet DESS

Det er tydelig at offshoreservicenæringens utvikling har påvirket selskapsgruppens økonomiske posisjon. For alle selskapsgruppene er det gjennomgående at egenkapitalen ble betydelig redusert fra 2014 til 2016, med unntak av Rem som har hatt en relativt stabil egenkapital frem til fusjonen i 2016. Det bemerkes at Rem og DESS, sammenlignet med de andre, er mindre selskapsgrupper og dermed er endringene i kapitalen mer fremtredende i den prosentvise endringen. Det bemerkes også at regnskapstallene for DESS er i amerikanske dollar.

Farstads egenkapital synker med nærmere 80% fra 2015 til 2016. Det er åpenbart at selskapsgruppen var i en økonomisk krise og at det måtte en endring til for å kunne fortsette driften. Videre synker egenkapitalen til Solstad fra 2015 til 2016. Selv om egenkapitalen til Solstad ble redusert etter fusjonen med Rem, viser årsrapporten til Solstad i 2016 at Rem bidro positivt til egenkapitalen. Dette gjorde at reduksjonen var mindre enn uten fusjonen.

Egenkapitalen til Solstad stiger fra 2016 til 2017 i forbindelse med restruktureringen og fusjonene med Farstad og DESS. Det er verdt å merke seg at Solstad mottok et konvertibelt aksjonærlån fra Aker Capital AS på MNOK 250 i forbindelse med fusjonen med Rem. Dette lånet ble konvertert til aksjer i Solstad i sammenheng med fusjonen med DESS og Farstad. Konverteringen er noe av årsaken til økningen i Solstads egenkapital fra 2016 til 2017. Imidlertid er det en merkbar negativ endring av egenkapitalen i 2018. Dette skyldes blant annet nedskrivninger av flåten. I 2017 utgjorde nedskrivningen av skip om lag MNOK 1 148, mens andelen var betydelig høyere i 2018 på hele MNOK 4 026.

Nedskrivningen var en konsekvens av at Finanstilsynet mente flåten var mindre verdt enn det Solstad hadde verdsatt for.

Årsrapporten fra 2015 viser at Farstad ikke betalte renter og avdrag i 2014 og 2015. Dette gjenspeiles i gjelden, da den er uendret for disse årene. Som en konsekvens av restruktureringen som ble gjennomført i 2017 for Farstad, ble deler av gjelden nedskrevet. Fra årsrapporten til DESS i 2014 begrunnes økningen av gjelden på 99% fra 2013 til 2014 med kjøp av 12 nye skip. Dette reflekteres også ved at egenkapitalen øker med 72% simultant.

Fusjonen med Rem var en påvirkende faktor for at gjeldsnivået i Solstad økte med 65 % fra 2015 til 2016. Videre har gjelden økt fra 2017 til 2018. Dette har påvirket gjeldsgraden i negativ retning. Årsaken til at Solstads gjeldsgrad var negativ i 2018 er den negative egenkapitalen. Både gjeld og egenkapital ved utgangen av 2018 viser at Solstad har utfordringer med sin evne til å tåle tap.

Soliditeten til Rem og Farstad er relativt lik fra 2012 til 2014. Deretter reduseres Farstads soliditet merkbart i årene frem til fusjonen. DESS har gjennomgående høyere soliditet enn Rem, Farstad og Solstad i perioden 2013 til 2016. Soliditeten etter fusjonene har gått ned, og raten var negativ i 2018 på grunn av negativ egenkapital.

6.3.6 Rentabilitet

Solstad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE		10,12%	2,26%	-36,77%	-23,21%	-8,20%	-
RNOA		3,78%	4,33%	-6,37%	-6,90%	-0,27%	-16,60%
ROA		3,26%	0,69%	-9,44%	-4,29%	-1,18%	-17,39%
PM	42,78%	42,22%	42,51%	39,07%	33,90%	17,31%	8,60%
ATO		0,235	0,228	0,209	0,128	0,124	0,138

Tabell 25: Rentabilitet Solstad

Rem	2012	2013	2014	2015
ROE		10,42%	15,11%	-2,89%
ROA		3,60%	4,78%	-0,90%
RNOA		-2,59%	-2,49%	-2,51%
PM	54,35%	52,12%	61,05%	51,26%
ATO		0,166	0,200	0,158

Tabell 26: Rentabilitet Rem

Farstad	2012	2013	2014	2015	2016
ROE		3,81%	-0,12%	-39,57%	-135,08%
ROA		1,57%	-0,05%	-11,57%	-22,74%
RNOA		1,09%	0,28%	-10,31%	-27,80%
PM	35,17%	38,03%	37,57%	33,94%	18,95%
ATO		0,2413	0,2357	0,2131	0,1689

Tabell 27: Rentabilitet Farstad

DESS	2012	2013	2014	2015	2016
ROE		3,5%	-0,3%	-41,2%	-79,8%
ROA		1,2%	-0,1%	-21,4%	-23,9%
RNOA		0,2%	-1,2%	-17,1%	-24,2%
PM	36,4%	40,6%	44,0%	49,9%	-17,7%
ATO		0,07	0,10	0,12	0,10

Tabell 28: Rentabilitet DESS

ROE for Solstad synker og blir negativ fra 2015 til 2016, selv om REM fusjonerte med selskapsgruppen i 2016. Resterende selskapsgrupper har negativ ROE fra 2014 og frem til restrukturering og fusjoner i 2017. ROE synker fra 2015 til 2016 for samtlige selskapsgrupper. Det er særlig Farstad som skiller seg ut med en rate på -135%. Dette skyldes vesentlig reduksjon av egenkapital og negativt resultat. Videre ser vi at ROE for Solstad etter fusjonen med Farstad og DESS forblir negativ, men bedres noe fra 2016 til 2018. Det er gjennomgående at ROE for alle selskapsgruppene fra 2015 til 2017 utvikles i en negativ retning. Dette betyr at muligheten til å bruke finansieringen fra egenkapitalen til å skape profitt, er svak. ROE for Solstad i 2018 er ikke analyserbar da egenkapitalen var negativ dette året.

Det har også vært en negativ utvikling av selskapsgruppenes avkastning på eiendeler etter 2015. Dette betyr at selskapsgruppenes evne til å generere inntjening gjennom eiendeler ikke er effektiv.

På samme måte som overnevnte rater, har RNOA hatt en negativ trend fra 2014 til 2015 for Rem, Farstad, DESS og Solstad. Avkastningen på netto operasjonelle eiendeler er lav i alle analyserte år for selskapsgruppene. Dette kan gjenspeile en trend i bransjen. Fusjonen med REM viser ingen merkbar forskjell på RNOA for Solstad i 2016. Raten nærmer seg null i 2017, da restrukturering og fusjonene med Farstad og DESS trådte i kraft. Imidlertid er RNOA for Solstad allerede negativ i 2018. Det er tydelig at avkastningen på netto operasjonelle eiendeler ikke er profittgenererende.

Alle selskapsgrupper, utenom DESS i 2016, har hatt en positiv Profit Margin gjennom analyserte år. Rem har hatt relativt god profitabilitet sammenlignet med de andre selskapsgruppene i samme år. Fra 2016 til 2018 er det tydelig at Solstad har utviklet seg i negativ retning. I teorien beskriver Profit Margin hvor mye selskapet har igjen etter bruk av visse ressurser for å få gitte driftsinntekter. Det er klart at Solstad genererer mindre inntekter per krone enn tidligere.

ATO er synkende for alle selskapsgrupper frem til 2017. Etter fusjonen og restruktureringen i 2017, er det en minimal økning for Solstad. Årsaken til ATO er lav er at selskapsgruppen har bundet mye kapital i eiendelene i forhold til inntektene.

6.4 Drøfting

I denne delen av forskningsoppgaven skal vi drøfte effekten av de finansielle restruktureringene basert på regnskapsanalysene og intervjuene av ledende aktører.

Havila og Solstad har fått en positiv effekt av restruktureringene de har gjennomført. Fusjonene mellom Solstad, Rem, Farstad og DESS er en påvirkende faktor for analysefunn. Derfor må vi vurdere restruktureringene av Rem og

Farstad varsomt. Det er en sammenheng mellom fusjonene og restruktureringene, da restruktureringene ble gjennomført for at selskapsgruppene kunne fusjonere.

6.4.1 Selskapsstruktur

Intervjurespondentene var enige om at selskapsstrukturen i offshoreservicenæringen ofte er komplisert og uoversiktlig, da den består av mange selskaper som har ulike roller og eierforhold. Dette bekrefter teorien (Norges Rederiforbund, 2015).

Sammenlignet med Solstad, har Havila en mer oversiktlig selskapsstruktur. Selskapsstrukturen i Solstad er mer komplisert, blant annet på grunn av fusjonene. Selskapsgruppen har et større antall selskaper i strukturen. Analysefunn viser at begge selskapsgruppene har delt opp datterselskapene etter formål som blant annet administrasjon, skip og mannskap.

6.4.2 Likviditet

Petersen (2012) forklarer at likviditetsgrad måler selskapenes evne til å dekke løpende utgifter. Regnskapsanalysen viser at restruktureringen har hatt en positiv innvirkning på Havilas likviditet. Nøkkeltallene viser at likviditeten har gått ned i 2018. Sammenlignet med året før restruktureringen, er likviditeten fortsatt bedre i 2018. Likviditeten er også bedre sammenlignet med industrien. Det konkluderes med at restruktureringen har styrket Havilas evne til å betale sine forpliktelser.

Isolert sett ser vi at fusjonen med Rem bedret Solstads likviditet. Etter fusjonene med Farstad og DESS har likviditetsgraden likevel gått ned, men to av tre rater er fortsatt tilfredsstillende i 2017. Sammenlignet med ratene før fusjonen for samtlige selskapsgrupper, er Solstads likviditetsgrader mer tilfredsstillende i 2017. Det kan tyde på at restruktureringene av Rem og Farstad ikke var robuste nok, da likviditetsgradene i Solstad allerede i 2018 ikke var tilfredsstillende.

Restruktureringen og fusjonene har samlet sett hatt en negativ innvirkning på Solstads likviditet.

6.4.3 Soliditet

Analysefunn viser at utviklingen av balansen for selskapsgruppene har vært relativt like de siste årene. Begge selskapsgrupper har lav egenkapital i forhold til

gjeld. Dette gjenspeiles også i bransjen. Fra teorien indikerer en negativ egenkapital at selskapsgruppen bærer høy risiko for å begjæres konkurs (Petersen, 2012). Forholdet mellom egenkapital og gjeld er kritisk når det gjelder Havila og Solstad sin evne til å tåle tap.

Teorien viser at en høy gjeldsgrad og en lav soliditetsrate, indikerer en høy langsiktig likviditetsrisiko (Petersen, 2012). Det er grunn til å vurdere at selskapsgruppene evne til å tåle tap var lav, da gruppene har en negativ gjeldsgrad og en lav soliditet i 2018.

Etter restruktureringen av Rem og fusjonen mellom Solstad og Rem, økte soliditeten. Solstads soliditet ble redusert i 2017 og 2018. Dette skyldes i stor grad nedskrivninger av flåtens verdi i disse årene, og ikke restruktureringen av Farstad og fusjonene. Isolert sett, bidro restruktureringen av Rem og Farstad positivt på Solstads soliditet. Dette fordi gjelden ble redusert og egenkapitalen økte. Restruktureringen av Havila hadde en positiv effekt på soliditeten. Det konkluderes med at restruktureringen hadde en kortsiktig positiv effekt for både Havila og Solstad.

6.4.4 Rentabilitet

Berg (2018) beskriver rentabilitet som evnen til å tjene penger og handler om lønnsomhet. Ratene vi har benyttet i denne forskningsoppgaven er gode parametere for å sammenligne selskapers lønnsomhet. De er knyttet til avkastning på eiendeler og egenkapital, i tillegg til inntjening. For å vurdere hvordan selskapsgruppene har gjort det sammenlignet med industrien, følger vi Reuters estimer for industrien.

Fra rentabilitetsanalysen er ROE misvisende for Havila i 2016 og 2018 og Solstad i 2018. Dette skyldes negativ egenkapital. Det er grunn til å tro at avkastningen på egenkapitalen ikke er tilfredsstillende. Likevel kan ikke ROE benyttes som parameter for å vurdere om restruktureringen har hatt effekt.

Industrien har en ROA på -50% per 09.06.2019 (Reuters, 2019a). ROA for Havila er på -27% og Solstad på -17% i 2018 og er større sammenlignet med industrien. Det fremkommer ikke hva industriens rate for RNOA er. For analyserte

selskapsgrupper er raten betydelig høyere for Solstad. Imidlertid er begge ratene negative, og det reflekterer at ingen av selskapsgruppene generer positiv avkastning på netto operasjonelle eiendeler. Det konkluderes med at restruktureringen har hatt en positiv effekt på ROA for begge selskapsgruppene. Solstad har hatt en større effekt av restruktureringen enn Havila med tanke på RNOA.

Profit Margin for Havila er 24,58 og for Solstad 8,60. Ratene er høyt over industriens på 1,75 i 2018. Havila generer prosentvis mer profitt per krone fra operasjonelle inntekter enn Solstad. Begge selskapsgruppene har gode forutsetninger sammenlignet med industrien (Reuters, 2019b). Basert på analysefunn konkluderer vi med at restruktureringen har hatt positiv effekt på Profit Margin.

Både Havila og Solstad har en ATO på om lag 0,14, som er lavere enn industriens på 0,64. Årsaken begrunnes i at begge selskapsgrupper har hatt store nedskrivninger det siste året. På bakgrunn av funn og vurderinger, kan det konkluderes med at restruktureringen ikke har hatt en positiv effekt på ATO for begge selskapsgrupper.

6.4.5 Intervju

Fra analysen og opplysninger fra intervjurespondentene, vises det at kreditorene og selskapsgruppene var for optimistiske med tanke på markedets framtidsutsikter ved restruktureringene. Selskapsgruppene kom ut av de økonomiske utfordringene, men restruktureringen ble kun en midlertidig løsning. Det har vist seg at avtalene ikke var robuste nok. Likevel har markedet bedret seg noe. Løsningene i 2016/2017 var en “kick the can” av de finansielle utfordringene. Det er grunn til å anta at det vil være nødvendig med en ny restrukturering, da begge analyserte selskapsgrupper allerede er i nye forhandlinger.

7.0 Oppsummering og konklusjon

I Kapittel 6 har vi analysert Havila Shipping ASA og Solstad Offshore ASA med følgende problemstilling:

“Finansiell restrukturering i offshoreservicenæringen - hvilke effekter har slike restruktureringer?”

Vi tar forbehold om at analysen er gjort relativt få år etter gjennomført restrukturering og fusjonene i Solstad. Derfor er det ikke mulig å konkludere sikkert vedrørende langtidseffekten av restruktureringen. Funnene i regnskapsanalysen baserer seg kun på analyserte selskapsgrupper. Våre funn gjelder derfor bare for disse selskapsgruppene. Videre kan avgrensningen for studiet ha utelukket faktorer som påvirker resultatet av restruktureringen.

Hovedfunnet i regnskapsanalysen viser at restruktureringen av Havila og de kombinerte restruktureringene og fusjonene for Solstadgruppen har hatt en kortsiktig positiv effekt. Hovedårsaken er redusering av gjeld og økning av egenkapital. Analysefunnene viser at ratene stort sett har hatt en negativ utvikling året etter. Generelt er disse lønnsomhetsratene bedre enn markedet i 2018. På bakgrunn av funn, konkluderer vi med at restruktureringene ikke var robuste nok til å gi en langsiktig positiv effekt, med forbehold om observasjonstiden. Dette skyldes at næringen møtte et marked som utviklet seg dårligere enn forventet i denne perioden. Fra intervju fremkommer det at løsningene ikke tok forbehold om at markedet kunne utvikles svakere enn forventet. I lys av teori og drøfting, konkluderer vi med at gjelden i større grad burde vært restrukturert for å få en sannsynlig langsiktig løsning.

Det er tydelig at bransjen har hatt utfordringer etter 2014. Nedgangen har gitt merkbare ettervirkninger som har skapt store økonomiske utfordringer for mange selskapsgrupper. Likevel ser vi at aktørene velger restrukturering fremfor konkurs. Analyserte selskapsgrupper er i nye forhandlinger og det tyder på at restrukturering er mindre verdireducerende enn konkurs for involverte aktører. For å besvare forskningsspørsmålet har de finansielle restruktureringene gitt en kortsiktig positiv effekt. Den relativt korte observasjonstiden vanskeliggjør en

sikker konklusjon vedrørende langsiktig effekt. Våre observasjoner antyder at den positive effekten var tidsbegrenset.

Studiet gir innsikt i effekten av finansiell restrukturering for selskapsgrupper i offshoreservicenæringen. Det er flere forhold som kan være interessante for videre forskning. Vi mener det bør analyseres et større utvalg av selskapsgrupper som har restrukturert i næringen. Disse selskapsgruppene bør analyseres over lenger tid for å finne en langsiktig løsning. Det kan også være interessant å vurdere nærmere hvordan lov om gjeldsforhandling og konkurs kan utvikles for å bli et mer velfungerende alternativ.

Et interessant videre perspektiv kan være å analysere konsekvensene for selskapsgrupper i offshoreservicenæringen av den tydelig økte miljøbevisstheten i samfunnet. Det er sannsynlig at denne trenden vil føre til betydelige utfordringer for næringen.

8.0 Referanseliste

- Advokatfirmaet Schjødt AS. (2017). *Restrukturering i offshoreservicenæringen* [PowerPoint-presentasjon].
- Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44) Hentet fra 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. (2009). *Konkurs* (3. utg.). Oslo: M.H. Andenæs.
- Bakka, D. (2017). *Nasjonens ære : norsk rederinæring mellom marked og politikk*. Bergen: Bodoni forl.
- Berg, T. (2018). *Grunnleggende økonomistyring* (2. utg.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Berk, J. & Demarzo, P. (2014). *Corporate Finance: The Core, Global Edition* Pearson Education UK.
- Blandhol, S., Tøssebro, H. N. & Skotheim, Ø. (2015). Innføring i juridisk metode. *Jussens venner*, 50(6), 310-345.
- Bodmer, E. (2015). *Corporate and project finance modeling : theory and practice*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Bredesen, I. (2015). *Investering og finansiering* (5. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Bryman, A. (2015). *Business research methods* (4. utg.). Oxford: Oxford University Press.
- Brønnøysundregisterne. (2017). Kunngjøringer Solship Invest 2 AS. Hentet fra (https://w2.brreg.no/kunngjoring/hent_en.jsp?kid=20170000302208&sokeverdi=918665803).
- Brønnøysundregisterne. (2018). Statistikk fra Konkursregisteret. Hentet fra <https://www.brreg.no/produkter-og-tjenester/statistikk/statistikk-fra-konkursregisteret/>
- Brønnøysundregisterne. (2019a). Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret Dess Aquaculture Shipping AS Hentet fra <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=916320310>
- Brønnøysundregisterne. (2019b). Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret Farstad Shipping Crewing Services Pte Ltd. Hentet fra <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=913594908>
- Brønnøysundregisterne. (2019c). Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret Rem Crewing AS Hentet fra <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=914869048>
- Brønnøysundregisterne. (2019d). Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret Solstad Management AS. Hentet fra <https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=982184371>
- Bråthen, T. (2017). *Selskapsrett* (5. utg.). Oslo: Gyldendal Focus forl.
- Bøhren, Ø. (2017). *Finans : teori og praksis*. Bergen: Fagbokforl.
- Bøhren, Ø. & Gjærum, P. I. (2016). *Finans : innføring i investering og finansiering*. Bergen: Fagbokforl.

- Børresen, P. (2013). *Konkurs : enkeltforfølgning, gjeldsforhandlinger og konkurs* (7. utg.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Coleman, E. (1997). Cross-default confusion. *International Financial Law Review*, 16(4), 49-52.
- Corporate and Project Finance Modeling*. (2014). Hoboken, New Jersey: Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Dalland, O. (2017). *Metode og oppgaveskriving* (6. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Deep Sea Supply PLC. (2017). *Deep Sea Supply Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/annual-reports/>
- Dekningsloven. (1984). Lov om fordringshavernes dekningsrett (LOV-1984-06-08-59) Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1984-06-08-59?q=dekningsloven>
- Eklund, T. & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse : aktiv bruk av regnskapet* (8. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Endre, K. & Herdlevær, T. (2005). Forhandling av låneavtaler. *Praktisk økonomi & finans*, 22(4), 85-96.
- EY. (2015). *The Norwegian oil field services analysis 2015*. Oslo.
- Farstad Shipping ASA. (2017). *Farstad Shipping Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/annual-reports/>
- Garantiinstituttet for eksportkreditt. (2019). Garantier. Hentet fra <https://www.giek.no/garantiene/>
- Garrido, J. M. a. (2012). *Out-of-court debt restructuring*. Washington, D.C.: World Bank.
- Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (6 utg.). Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Havila Shipping ASA. (2013). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2012*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_146_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2014). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2013*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_158_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2015). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2014*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_172_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2016). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2015*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_197_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2017). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2016*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_211_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2018). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2017*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_222_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2019a). *Havila Shipping ASA Kvartalsrapport 1 2019*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_235_26.pdf
- Havila Shipping ASA. (2019b). *Havila Shipping ASA Årsrapport 2018*. Hentet fra https://www.havilashipping.no/prod_images/doc_233_26.pdf

- Hussain, A. (2012). Private Placements – Prosess og kommersielle spørsmål. *Praktisk økonomi & finans*, (03), 49-61.
- Jacob, M. E., Weil, G. & Manges. (2000). *Restructurings : extracing value from a distressed enterprise* (2. utg.). London: Euromoney.
- James, C. (1996). Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress. *Journal of Finance*, 51(2), 711-727.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02700.x>
- Johannessen, A. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (5. utg.). Oslo: Abstrakt.
- Justis- og beredskapsdepartementet. (2016). *Enpersonutredning om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven* [Høringsbrev]. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---enpersonutredning-om-gjeldsforhandlingsreglene-i-konkursloven/id2506441/?expand=horingsnotater>
- Kavussanos, M. G. & Visvikis, I. D. (2016). *The International Handbook of Shipping Finance: Theory and Practice*. London: London: Palgrave Macmillan UK.
- Konkursloven. (1984). Lov om gjeldsforhandling og konkurs (LOV-1984-06-08-58) Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1984-06-08-58?q=konkursloven>
- Konkursrådet. (2019). Konkurs i aksjeselskaper. Hentet fra <http://www.konkursradet.no/konkurs-i-aksjeselskaper.304774.no.html>
- Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg.). Oslo: Gyldendal.
- Langli, J. C. (2018). *Fra bilag til bruk : innføring i finansregnskap og regnskapsanalyse*. Oslo: Gyldendal.
- Loan Market Association. (2013). *A guide to syndicated loans & leveraged finance transactions*. Hentet fra https://www.lma.eu.com/application/files/1614/7749/3386/LMA_Guide_to_Syndicated_Loans.pdf
- Minde, S. W. (2017). *Juridisk metode og oppgaveteknikk til eksamen*. Oslo: Gyldendal juridisk.
- Nordic Trustee. (2019). About Us Hentet fra <https://nordictrustee.com/about/>
- Nordli, O. (2011). Pantsettelse av utvinningslisenser. *Tidsskrift for forretningsjus*.
- Norges bank. (2017). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet fra https://static.norges-bank.no/contentassets/d62c89ee2f7f4078952658b3cf79757c/ppr_3_17.pdf?v=09/21/20
- Norges Bank. (2019). Valutakurser USD. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/valutakurser/?id=USD>
- Norges Rederiforbund. (2015). *Krevende farvann*. Hentet fra <https://rederi.no/rapporter/>
- Norges Rederiforbund. (2017). *Konjunkturrapport* Hentet fra <https://rederi.no/rapporter/>
- Norsk Restruktureringsforum. (2018). *Norsk anbefaling for restruktureringsprosesser* Hentet fra <https://www.reforum.no/wp->

[content/uploads/2018/04/180331-Anbefaling-for-restruktureringsprosesser.pdf?](#)

- Nærings- og handelsdepartementet. (2010). *Evaluering av sysselsettingsordningene for sjøfolk*. Hentet fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/nhd/vedlegg/rapporter_2010/nettolonn_evaluering_2010.pdf
- Oslo Børs. (2017). *Veiledning knyttet til gjennomføring av reparasjonsemisjoner*. Oslo.
- Oslo Børs. (2019). Kursoversikt Solstad Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SOFF.OSE/overview>
- Panteloven. (1980). Lov om pant (LOV-1980-02-08-2) Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1980-02-08-2?q=panteloven>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C. V. (2012). *Financial statement analysis : valuation, credit analysis, executive compensation*. Harlow, England: Financial Times Prentice Hall.
- Petersen, C. V. (2017). *Financial statement analysis : valuation, credit analysis, performance evaluation*. Bergen: Fagbokforl.
- PricewaterhouseCoopers. (2017). *Finansiell restrukturering av større selskaper*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/tjenester/kapitalmarkeder/pwc-rapport-finansiell-restrukturering.pdf>
- Proff Forvalt. (2019a). Gjeldsgrad Hentet fra <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/G>
- Proff Forvalt. (2019b). Soliditet. Hentet fra <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/S>
- Reuters. (2019a). Havila Shipping ASA Financial Highlights. Hentet fra <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/HAVI.OL>
- Reuters. (2019b). Solstad Offshore Financial Highlights Hentet fra <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/SOFF.OL>
- Sarra, J. P. (2003). *Creditor rights and the public interest : restructuring insolvent corporations*. Toronto, Ont.: University of Toronto Press.
- Sending, A. (2019). *Økonomistyring*. Bergen: Fagbokforl.
- Sjøloven. (1994). Lov om sjøfarten (LOV-1994-06-24-39) Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1994-06-24-39?q=sj%C3%B8loven>
- Skjørshammer, J. (2016). #Oppdatert 2016. *Restrukturering –praktiske grep og rettslige rammer* [PowerPoint-presentasjon]. Hentet fra <https://www.sands.no/media/258410/restrukturering.pdf>
- Solstad Offshore ASA. (2014). *Solstad Offshore Årsrapport 2013*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/354946>
- Solstad Offshore ASA. (2015). *Solstad Offshore Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/376316>
- Solstad Offshore ASA. (2016a). *Fusjonsplan for fusjon mellom Rem Offshore ASA og Solship Invest 1 AS med vederlagsaksjer i Solstad Offshore ASA*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/409101>
- Solstad Offshore ASA. (2016b). *Solstad Offshore Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/399464>

- Solstad Offshore ASA. (2017a). Fusjonsplan for fusjon mellom Deep Sea Supply PLC og Solship Sub AS Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/423354>
- Solstad Offshore ASA. (2017b). *Fusjonsplan for fusjon mellom Farstad Shipping ASA og Solship Invest 2 AS med vederlagsaksjer i Solstad Offshore ASA*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/423354>
- Solstad Offshore ASA. (2017c). *Fusjonsplan for fusjon mellom Solship Sub AS og Solship Invest 3 AS med vederlagsaksjer i Solstad Offshore ASA*. Hentet fra <https://newsweb.oslobors.no/message/423354>
- Solstad Offshore ASA. (2017d). *Solstad Offshore Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/annual-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2018). *Solstad Offshore Årsrapport 2017*. Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/annual-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2019a). *Solstad Offshore Kvartalsrapport 1 2019*. Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/quarterly-reports/>
- Solstad Offshore ASA. (2019b). *Solstad Offshore Årsrapport 2018* Hentet fra <https://www.solstad.com/business/investor-relations/financial-reports/annual-reports/>
- Stopford, M. (2009). *Maritime economics* (3. utg.). London: Routledge.
- Sufi, A. (2007). Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans. *Journal of Finance*, 62(2), 629-668. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01219.x>
- Thoresen, A. (2007). Regnskapsanalyse som del av risikovurdering. Eksempel med webbasert analysemodell. *Praktisk økonomi & finans*, (02), 75-81.
- Wilhelmsen, T.-L. (2017). *Handbook on hull insurance* (2. utg.). Oslo: Gyldendal juridisk.

9.0 Vedlegg

Vedlegg 1: Balanseregnskap Havila

Havila Balanseregnskap (NOK 1000)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eiendeler								
Anleggsmidler								
Immaterielle eiendeler								
Utsatt skattefordel	ONCA	11942	8557	6404	2448	0	0	0
Sum Immaterielle eiendeler		11942	8557	6404	2448	0	0	0
Varige driftsmidler								
Fartøy	ONCA	7654302	7516823	7467143	5837000	4597100	4216600	3196700
Bygninger, driftsløsøre og inventar	ONCA	5540	4953	4594	5851	4779	2275	1914
Sum varige driftsmidler		7659842	7521776	7471737	5842851	4601879	4218875	3198614
Finansielle eiendeler								
Investering i felles kontrollert virksomhet	ONCA	57392	59856	63278	63079	22072	29990	22805
Derivater	FA	0	184	0				
Aksjer	FA	381	403	5205	1326	1850	1850	0
Netto pensjonsmidler	FA	683						
Langsiktig fordringer	FA	84803	10786	10966	9422	5495	262	7300
Totale finansielle eiendeler		143259	71229	79449	73827	29417	32102	30105
Sum anleggsmidler		7815043	7601562	7557590	5919126	4631296	4250977	3228719
Gjeld								
Avsetning for forpliktelser								
Utsatt skatt	NCOL	1173	104624	83625	63681	50238	36644	30380
Pensjonsforpliktelse	IBD	0	4076	10002	4407	2422	5410	0
Forpliktelse i felleskontrollert virksomhet	NCOL	78026			32978	0		
Andre forpliktelser	NCOL				4788	3810	2831	1853
Sum avsetning for forpliktelser		79199	108700	93627	105854	56470	44885	32233
Annen langsiktig gjeld								
Lån	IBD	5525128	4827133	5011592	0	0	4087792	4079309
Derivater	IBD	16939	15530	22827				
Annen langsiktig gjeld	IBD	85900	6481	12333	25888	10690	14	0
Sum annen langsiktig gjeld		5627967	4849144	5046752	25888	10690	4087806	4079309
Sum langsiktig gjeld		5707166	4957844	5140379	131742	67160	4132691	4111542
Kortsiktig gjeld								
Leverandørgjeld	COL	60061	70688	77038	65034	18326	35635	50054
Betalbar skatt	COL	32619	48027	34481	25909	16085	12967	7460
Derivater	IBD	2034	10484	50001				
Andre forpliktelser	COL		0	7302				
Forpliktelse i felles kontrollert virksomhet	COL				0	74504	71495	0
Andre forpliktelser								
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	IBD	736334	1106353	898759	5640366	5596585	57453	26390
Annen kortsiktig gjeld	COL	138792	128393	143690	168771	398722	63110	49500
Sum kortsiktig gjeld		969840	1363945	1211271	5900080	6104222	240660	133404
Sum gjeld		6677006	6321789	6351650	6031822	6171382	4373351	4244946
Sum egenkapital og gjeld		8685170	8343394	8373753	6534227	5471443	4796488	3532402

Vedlegg 2: Havila Resultatregnskap

Havila Resultatregnskap (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter							
Frakttinntekter	1332158	1436108	1698716	1543699	1061320	571599	568622
Netto valutagevinst/tap	55095	2454	-37342	-7605	8770	-2912	3678
Andre inntekter	23723	19077	29423	30681	23646	26162	33088
Gevinst ved avgang av anleggsmidler	1738	1605					
Sum driftsinntekter	1412714	1459244	1690797	1566775	1093736	594849	605388
Driftskostnader							
Mannskapskostnader	-456064	-466877	-476948	-480979	-340382	-292805	-280063
Driftskostnader fartøy	-278701	-165886	-215400	-144194	-106951	-113404	-91404
Andre lønnskostnader	-34763						
Leiekostnader		-39017	-41448	-94938	-83650	-45410	-31854
Andre driftskostnader	-50592	-88358	-102498	-98275	-88126	-64867	-53883
Sum driftskostnader	-820120	-760138	-836294	-818386	-619109	-516486	-457204
Driftsresultat før avskrivning og nedskrivning	592594	699106	854503	748389	474627	78363	148184
Avskrivninger	-161063	-187716	-268689	-327129	-320223	-327672	-370485
Nedskrivning av varige driftsmidler				-1388300	-900500	0	-708700
Driftsresultat	431531	511390	585814	-967040	-746096	-249309	-931001
Finansposter							
Innløsning av gjeld til underkurs				0	0	1209964	2695
Finansinntekter	26335	19467	7251	13143	27591	39625	19871
Finanskostnader	-425616	-430727	-556727	-524403	-395595	-242512	-223043
Netto finansposter	-399281	-411260	-549476	-511260	-368004	1007077	-200477
Andel resultat felleskontrollert selskap	-14479	-6683	3278	-30632	-82033	7135	-7707
Resultat før skatt	17771	93447	39616	-1508932	-1196133	764903	-1139185
Skattekostnad	-7614	-79969	-36023	-17729	-6177	9727	-1102
Resultat	10157	13478	3593	-1526661	-1202310	774630	-1140287

Vedlegg 3: Havila Reformulert Balanseregnskap

Havila Reformulated Balance Sheet (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ONCA	7729176	7590189	7541419	5908378	4623951	4248865	3221419
OCA	364695	337159	465213	410453	285331	295904	217537
TOTAL OPERATING	8093871	7927348	8006632	6318831	4909282	4544769	3438956
FA	591297	416046	367122	215397	562160	251718	93446
TOTAL ASSETS	8685168	8343394	8373754	6534228	5471442	4796487	3532402
E	2008164	2021605	2022103	502405	-699939	423137	-712544
COL	231472	247108	262511	259714	507637	183207	107014
NCOL	79199	104624	83625	101447	54048	39475	32233
IBD	6366335	5970057	6005514	5670661	5609697	4150669	4105699
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	8685170	8343394	8373753	6534227	5471443	4796488	3532402
NOA	7783200	7575616	7660496	5957670	4347597	4322087	3299709
FA	591297	416046	367122	215397	562160	251718	93446
TOTAL	8374497	7991662	8027618	6173067	4909757	4573805	3393155
E	2008164	2021605	2022103	502405	-699939	423137	-712544
IBD	6366335	5970057	6005514	5670661	5609697	4150669	4105699
TOTAL	8374499	7991662	8027617	6173066	4909758	4573806	3393155

Vedlegg 4: Havila Reformulert Resultatregnskap

Havila Reformulated Income Statement (NOK 1000)							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Revenue	1332158	1436108	1698716	1543699	1061320	571599	568622
Other operating income	23723	19077	29423	30681	23646	26162	33088
Operating expense special items	-820120	-760138	-836294	-818386	-619109	-516486	-457204
EBITDA	535761	695047	891845	755994	465857	81275	144506
Depr + Impairment	-161063	-187716	-268689	-1715429	-1220723	-327672	-1079185
EBIT	374698	507331	623156	-959435	-754866	-246397	-934679
Tax	-7614	-79969	-36023	-17729	-6177	9727	-1102
+/- Tax-shield from NFE	-229633,6	-212838,64	-225799,38	-220964,22	-154777,25	123956,64	-105156,92
Total operating income	-237247,6	-292807,64	-261822,38	-238693,22	-160954,25	114229,64	-106258,92
NOPAT	137450,4	214523,36	361333,62	-1198128,22	-915820,25	360626,64	1040937,92
fin ex	-356927	-413884	-583540	-549497	-441267	1011300	-204506
+/- Tax-shield from NFE	229633,6	212838,64	225799,38	220964,22	154777,25	123956,64	105156,92
Profit	10157	13478	3593	-1526661	-1202310	774630	-1140287
Tax rate	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %

Vedlegg 5: Balansregnskap Solstad

Solstad Balance Sheet (NOK 1000)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ASSETS								
Long-term assets								
Intangible fixed assets								
Deferred tax asset	NCOA	115397	58934	61966	37987	41154	5 678	1 968
Contracts	NCOA					0	406 892	208 422
Total intangible fixed assets		115397	58934	61966	37987	41154	412 570	210 390
Long-term fixed assets								
Vessels and new build contracts	NCOA	12400695	11887534	14460434	13466610	18046030	30 491 727	26 803 637
Capitalized periodic maintenance	NOCA	245830	230255	290253	270661	394788	574177	579100
Other tangible fixed assets	NCOA	18393	18824	22717	28242	34921	152869	133342
Total long-term fixed assets		12664918	12136613	14773404	13765513	18475739	31 218 773	27 516 079
Financial assets								
Investments in joint ventures	NCOA	189225	270564	302368	344032	408809	271787	135992
Loans to associated companies and joint ventures	FA	41687	24517	30210	14852	0	7399	43879
Investments in associated companies	NCOA	32847	38967	43323	42302	301889	290360	510157
Investments in stocks and shares	FA	5031	2991	2991	2991	3192	5969	5969
Other financial assets	FA	51651	21881	4031	2250	1871	32	1843
Other long-term receivables	FA	2462	50183	30935	1945	84094	88524	174992
Total financial assets		322903	409103	413858	408372	799855	664071	872832
Total long-term assets		13103218	12604650	15249228	14211872	19316748	32 295 414	28 599 301
Current assets								
Inventory	OCA					73120	219267	170186
Stock	OCA	73470	68893	61188	57026			
Receivables								
Account receivables	OCA	518041	707846	756794	635073	570676	1064937	926813
Other short-term receivables	OCA	199640	267653	357660	282804	370031	453826	555046
Other current financial assets	FA	25524	0	0	0	0	2613	0
Total receivables		743205	975499	1114454	917877	940707	1521376	1481859
Investments:								
Market based shares	FA	394	475	382	229	10188	11687	11907
Bank deposits and cash equivalents	FA	807105	1239864	1320736	1025066	1750450	1875482	1351346
Total current assets		1624174	2284731	2496760	2000198	2774464	3627812	3015298
Asset held for sale	FA	0	135754	0	24112	193673	187554	0
TOTAL ASSETS		14727392	15025135	17745988	16236182	22284885	36 110 780	31 614 599
EQUITY AND LIABILITIES:								
Paid-in equity:								
Equity								
Share capital (291,532,299 a 2,-)	E	77375	77375	77375	77375	177374	583065	583065
Treasury shares	E	-11	-484	-979	-850	-251	-281	-281
Other paid-in capital	E	111648	111648	111648	111648	111648	321648	321648
Share premium	E	1654186	1654186	1654186	1654186	2165293	3698350	3698350
Total paid-in equity		1843198	1842725	1842230	1842359	2454064	4602782	4602782
Retained earnings:								
Other equity	E	2823675	3160846	3304315	1940140	938458	327659	-5455881
Total retained equity		2823675	3160846	3304315	1940140	938458	327659	-5455881
Minority interests	E	-41941	-49296	-89013	-114924	63205	31963	2427
Total equity		4624932	4954275	5057532	3667575	3455727	4962404	-850672

Liabilities								
Long-term provisions:								
Deferred tax	NCOL	3000						
Deferred income	NCOL			9339	9136	193730	62995	32843
Pension obligations	IBD	67998	72018	98781	50672	63490	120842	119428
Other financial liabilities	IBD	51112	34428	65888	94603	77260	377280	454194
Total long-term provisions		122110	106446	174008	154411	334480	561117	606465
Other long-term liabilities								
Other long-term liabilities	IBD	50954	161099	331886	367703	226991	376480	97779
Interest bearing liabilities	IBD	7114130	7539122	10094844	8905838	14020292	25159919	1081101
Leasing obligations	IBD					3241204	3030077	3010550
Total long-term liabilities		7165084	7700221	10426730	9273541	17488487	28566476	4189430
Current liabilities								
Accounts payable	COL	187303	111495	371529	126178	244643	432089	97403
Bank overdraft	IBD	64938	90933	121908	82656			
Taxes payable	COL	67702	15321	40697	58273	48886	67335	77502
Accrued salaries and related taxes	COL	46388	89083	51502	40821			
Other current financial liabilities	IBD	0	2653	25961	33648	6615	48239	282807
Other current liabilities	COL	391754	323112	353750	279079	375350	822672	1322943
Current interest bearing liabilities	IBD	2057178	1631593	1122371	2520002	330694	650449	25888722
Total current liabilities		2815263	2264190	2087718	3140657	1006188	2020784	27669377
Total liabilities		10102457	10070857	12688456	12568609	18829155	31148377	32465272
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES		14727389	15025132	17745988	16236184	22284882	36110781	31614600

Vedlegg 6: Solstad resultatregnskap

Solstad Income Statement							
(NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Freight income	3287920	3495073	3737349	3546418	2467574	3626078	4673356
Other operating income	74283	50701	142824	109542	112566	150666	236739
Total operating income	3362203	3545774	3880173	3655960	2580140	3776744	4910095
Personnel costs	-1225124	-1306062	-1394114	-1395564	-838700	-1561730	-2182039
Administrative expenses					-223027	-421475	-481791
Insurance claims	25065	10769	16032	67811			
Operating lease vessels					0	-84513	-154014
Other operating expenses	-723932	-753402	-852492	-899675	-643842	-1055386	-1670036
Total operating costs	-1923991	-2048695	-2230574	-2227428	-1705569	-3123104	-4487880
EBITDA	1438212	1497079	1649599	1428532	874571	653640	422215
Termination lease	-86758						
Ordinary depreciation	-417434	-274651	-275032	-299908	-367860	-776485	-1150680
Depreciation	-167383	-156715	-186795	-183157	-108787	-216614	-285403
Impairment fixed assets	0	0	0	-1346481	-1199371	-394720	-2896000
Gain business combinations					0	1540000	0
Net gain/ loss sale of assets					1202	-243	-63199
Income investment joint ventures	19929	57207	63779	65878	64083	-111222	-13906
EBIT	873324	1122920	1251551	-335136	-1610733	40716	-4409188
Income investment in associated companies	3132	6120	876	-1021	-2481	30866	35185
Interest income	6090	7452	20860	9909	7400	10216	12271
Other financial income	607030	500126	660053	753078	1353186	273879	13422
Interest charges	-524362	-449970	-454241	-480426	-526627	-1129583	-1454854
Other finance costs	-512134	-645468	-1334390	-1525590	-910516	-209998	-460917
Net financial items	-420244	-581740	-1106842	-1244050	-79038	-1024620	-1854893
Result before taxes	366322	541180	144709	-1579186	-815200	-330265	-5841865
Tax on ordinary result	34103	-56409	-31355	-24996	-11309	-14751	-45865
Net result	400425	484771	113354	-1604182	-826509	-345016	-5887730

Vedlegg 7: Reformulert balansregnskapSolstad Reformulated
Balance Sheet (NOK
1000)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOCA	13002387	12505078	15181061	14189834	19227591	32193490	28372618
OCA	791151	1044392	1175642	974903	1013827	1738030	1652045
TOTAL OPERATING	13793538	13549470	16356703	15164737	20241418	33931520	30024663
FA	933854	1475665	1389285	1071445	2043468	2179260	1589936
TOTAL ASSETS	14727392	15025135	17745988	16236182	22284886	36110780	31614599
E	4624932	4954275	5057532	3667575	3455727	4962404	-850672
COL	693147	539011	817478	504351	668879	1322096	1497848
NCOL	3000	0	9339	9136	193730	62995	32843
IBD	9406310	9531846	11861639	12055122	17966546	29763286	30934581
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	14727389	15025132	17745988	16236184	22284882	36110781	31614600
NOA	13097391	13010459	15529886	14651250	19378809	32546429	28493972
FA	933854	1475665	1389285	1071445	2043468	2179260	1589936
TOTAL	14031245	14486124	16919171	15722695	21422277	34725689	30083908
E	4624932	4954275	5057532	3667575	3455727	4962404	-850672
IBD	9406310	9531846	11861639	12055122	17966546	29763286	30934581
TOTAL	14031242	14486121	16919171	15722697	21422273	34725690	30083909

Vedlegg 8: Reformulert resultatregnskapSolstad Reformulated Income
Statement (NOK 1000)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Revenue	3287920	3495073	3737349	3546418	2467574	3626078	4673356
Other operating income	74283	50701	142824	109542	112566	150666	236739
Operating expense	-1923991	-2048695	-2230574	-2227428	-1705569	-3123104	-4487880
Special items							
EBITDA	1438212	1497079	1649599	1428532	874571	653640	422215
Depreciation + Impairment	-651646	-374159	-398048	-1763668	-1610733	40716	-4409188
EBIT	786566	1122920	1251551	-335136	-736162	694356	-3986973
Tax	34103	-56409	-31355	-24996	-11309	-14751	-45865
+/- Tax-shield from NFE	-538717,48	-573634,6	-602254,98	-601405,56	-426392,25	-749544,96	-1032212
Total operating expense	-504614,48	-630043,6	-633609,98	-626401,56	-437701,25	-764295,96	-1078077
NOPAT	281951,52	492876,4	617941,02	-961537,56	-1173863,25	-69939,96	-5065050
fin ex	-420244	-581740	-1106842	-1244050	-79038	-1024620	-1854893
+/- Tax-shield from NFE	538717,48	573634,6	602254,98	601405,56	426392,25	749544,96	1032212
Profit	400425	484771	113354	-1604182	-826509	-345015	-5887731
Tax rate	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %

Vedlegg 9: Rem Balanseregnskap

Rem Balance Sheet (NOK 1000)		2012	2013	2014	2015
Assets					
Intangible fixed asset					
Deferred tax asset	NCOA	5711	5660	5335	5301
Goodwill	NCOA	20111	20111	20111	20111
Total intangible fixed assets		25822	25771	25446	25412
Fixed assets					
Vessels	NCOA	4127634	5300113	6349794	6074756
Other tangible fixed assets	NCOA	2271	2182	1890	1480
Total fixed assets		4129905	5302295	6351684	6076236
Financial fixed assets					
Vessels under construction	NCOA	223994	214073	80990	72375
Investments in associated companies	FA	25403	29668	27689	10099
Other long-term receivables	NCOA	225	7810	7585	6684
Bank deposit	FA			29020	29049
Total financial fixed assets		249622	251551	145284	118207
Total fixed assets		4405349	5579617	6522414	6219855
Current assets					
Account receivables	OCA	93363	157477	254041	178215
Other short-term receivables	OCA	30878	38882	37036	48902
Financial assets held for sale	FA	10787	61245	40357	28425
Bank deposits and cash equivalents	FA	624081	362830	635955	658568
Total current assets		759109	620434	967389	914110
Total assets		5164458	6200051	7489803	7133965
Equity and liabilities					
Equity					
Share capital	E	20024	20318	20318	20318
Other paid-in capital	E	6700	9934	9934	9934
Retained earnings	E	1542415	1715796	2007856	1915452
Ikke resultatført verdiendring	E	-5030	-5892	-4057	-2528
Minority interests	E	369456	254608	300965	274904
Total equity		1933565	1994764	2335016	2218080
Provision for liabilities					
Pension liabilities	IBD	5649	7590	13033	11041
Total provision for liabilities		5649	7590	13033	11041
Long-term debt					
Bank borrowings	IBD	2360859	2974226	3447752	3438111
Bond liabilities	IBD	469423	715543	778107	781761
Total long-term liabilities		2830282	3689769	4225859	4219872
Current liabilities					
Accounts payable	COL	17582	23911	24240	25975
Taxes payable	COL	3301		767	
Offentlige trekk og avgifter	COL	17473	21755	32833	30341
Short-term of long-term debt	IBD	284138	367936	749104	519984
Other current liabilities	COL	72468	94327	108951	108673
Total current liabilities		394962	507929	915895	684973
Total liabilities		3230893	4205288	5154787	4915886
Total equity and liabilities		5164458	6200052	7489803	7133966

Vedlegg 10: Rem resultatregnskap

Rem Income Statement (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015
Freight income	719301	941769	1366820	1153602
Gain (loss) on sale of fixed assets	107305			24154
Other operating income	20700	28302	45950	32924
Total operating income	847306	970071	1412770	1210680
Crew expenses	-245682	-299629	-365106	-395252
Vessel expenses	-104236	-127491	-137453	-146783
Administration expenses	-20911	-22171	-27607	-28301
Other operating expense	-15944	-15204	-20109	-19732
Total operating expense	-386773	-464495	-550275	-590068
EBITDA	460533	505576	862495	620612
Depreciation	-97919	-113338	-140975	-183795
Impairment of fixed assets				-143500
EBIT	362614	392238	721520	293317
Financial items				
Tilknyttet selskap	1864	4265	-1979	-17590
Other interest income	9140	15537	7599	7880
Financial income	34970	26050	33159	
Other interest expense	-168429	-214790	-253412	-255190
Financial expense	-10055	-34377	-133102	-158777
Net financial items	-132510	-203315	-347735	-423677
Ordinary result before taxes	230104	188923	373785	-130360
Tax on ordinary result	4003	785	-3064	1784
Net result	234107	189708	370721	-132144
Minority interest	-7759	14925	43595	-66277
Net result a. minority	226348	204633	327126	-65867

Vedlegg 11: Rem reformulert balanseregnskap

Rem Reformulated Balance Sheet (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015
NOCA	4379946	5549949	6465705	6180707
OCA	124241	196359	291077	227117
TOTAL OPERATING	4504187	5746308	6756782	6407824
FA	660271	453743	733021	726141
TOTAL ASSETS	5164458	6200051	7489803	7133965
E	1933565	1994764	2335016	2218080
COL	110824	139993	166791	164989
NCOL				
IBD	3120069	4065295	4987996	4750897
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	5164458	6200052	7489803	7133966
NOA	4393363	5606315	6589991	6242835
FA	660271	453743	733021	726141
TOTAL	5053634	6060058	7323012	6968976
E	1933565	1994764	2335016	2218080
IBD	3120069	4065295	4987996	4750897
TOTAL	5053634	6060059	7323012	6968977

Vedlegg 12: Rem reformulert resultatregnskap

Rem Reformulated Income Statement (NOK 1000)				
	2012	2013	2014	2015
Revenue	826606	941769	1366820	1177756
Other operating income	20700	28302	45950	32924
Operating expense	-386773	-464495	-550275	-590068
EBITDA	460533	505576	862495	620612
Depreciation + Impairment	-97919	-113338	-140975	-327295
EBIT	362614	392238	721520	293317
Tax	4003	785	-3064	-1784
+/- Tax-shield from NFE	-108296,44	-130058,6	-148574,25	-159318,36
Total operating income	-104293,44	-129273,6	-151638,25	-161102,36
NOPAT	258320,56	262964,4	569881,75	132214,64
fin ex	-132510	-203315	-347735	-423677
+/- Tax-shield from NFE	108296,44	130058,6	148574,25	159318,36
Profit	234107	189708	370721	-132144
Tax rate	28 %	28 %	27 %	27 %
Profit	234107	189708	370721	-132144

Vedlegg 13: Farstad balanseregnskap

Farstad Balance Sheet (NOK 1000)						
		2012	2013	2014	2015	2016
Assets						
Non-current assets						
Goodwill	NCOA	100032	96778	101938	57793	
Vessels etc	NCOA	12394071	14179071	15984824	15383886	11734441
Contracts	NCOA	527973	333620	33715	18336	70677
Deferred tax asset	NCOA	68764	63506	83865	55106	
Other long-term receivables	NCOA	5008	17861	16302	2716	540
Receivables from Group companies	NCOA					
Interest and currency derivatives	FA	26456	776			
Shares	FA	5078	5071	5059	4936	2803
Total non-current assets		13127382	14696683	16225703	15522773	11808461
Current assets						
Account receivables, freight income	OCA	624114	616853	622641	517627	337645
Bunkers and other inventories	OCA	57020	61969	84278	75540	62656
Other short-term receivables	OCA	229635	281865	267003	221655	199632
Other current financial assets	FA	71932	79028	73818	58318	173
Cash and cash equivalents	FA	1495147	1800667	2121076	1578619	758737
Total current assets		2477848	2840382	3168816	2451759	1358843
Assets held for sale	FA				151438	370426
Total assets		15605230	17537065	19394519	18125970	13537730

Equity and Liabilities**Equity****Paid-in-capital**

Share capital	E	39000	39000	39000	39000	39000
Share premium	E	198396	198396	198396	198396	198396
Total paid-in capital		237396	237396	237396	237396	237396

Retained earnings

Other equity	E	6538453	6640578	6387362	4106681	749209
Total retained earnings		6538453	6640578	6387362	4106681	749209

Total equity		6775849	6877974	6624758	4344077	986605
---------------------	--	----------------	----------------	----------------	----------------	---------------

Non-current liabilities

Pension liabilities	IBD	112324	105431	97043	55324	59424
Deferred tax liabilities	NCOL	43607	41790	42657	43140	40407
Currency and interest swap contracts	IBD	54970	40633	224694	290618	148991
Interest-bearing debt, bond and leasing obligations	IBD	6595642	8702740	9932526	11287530	1446900
Total non-current liabilities		6806543	8890594	10296920	11676612	1695722

Current liabilities

Accounts payables	COL	224170	281623	281949	199127	237476
Tax payable	COL	27158	31639	26540	38271	21747
Other current liabilities	COL	475595	509485	781233	831550	491961
Current portion of interest-bearing debt, bond and leasing obligations	IBD	1295915	945750	1383119	1036333	10104219
Total current liabilities		2022838	1768497	2472841	2105281	10855403

Total liabilities		10659091	12769761	13781893	13781893	12551125
--------------------------	--	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------

Total equity and liabilities		17434940	19647735	20406651	18125970	13537730
-------------------------------------	--	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------

Vedlegg 14: Farstad Resultatregnskap

Farstad Income Statement (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016
Operating income					
Freight income	3709941	3998418	4352040	3998347	2673384
Other income	4083	8749	16898	17348	18620
Total operating income	3714024	4007167	4368938	4015695	2692004
Gain/loss sale on fixed assets	-10252	7044	15015	-4581	-4446
Total income gain/loss sale	3703772	4014211	4383953	4011114	2687558
Operating expenses					
Crewing expenses vessels	-1514873	-1569794	-1748411	-1707594	-1337187
Other operating expense on vessels	-593965	-637354	-728912	-650138	-505317
Administration	-288736	-283132	-265167	-290325	-334936
Total operating expenses	-2397574	-2490280	-2742490	-2648057	-2177440
EBITDA	1306198	1523931	1641463	1363057	510118
Depreciation	-575928	-654407	-856143	-897262	-937524
Impairment				-1279560	-2678519
EBIT	730270	869524	785320	-813765	-3105925
Financial items					
Financial income	48305	49995	35243	32616	29924
Financial expenses	-435844	-554201	-617505	-670187	-645246
Realised agio (disagio)	15827	25814	71123	-86401	-86457
Unrealised agio (disagio)	-33861	-111161	-281179	-548586	287245
Net financial items	-405573	-589553	-792318	-1272558	-414534
Tax & profit/loss for the year					
Profit/loss before tax	324697	279971	-6998	-2086323	-3520459
Tax	-12866	-19847	-1343	-83638	-79834
Profit/loss for the year	311831	260124	-8341	-2169961	-3600293

Vedlegg 15: Farstad reformulert balanseregnskap

Reformulated Balance Sheet (NOK 1000)					
	2012	2013	2014	2015	2016
NOCA	13095848	14690836	16220644	15517837	11805658
OCA	910769	960687	973922	814822	599933
TOTAL OPERATING	14006617	15651523	17194566	16332659	12405591
FA	1598613	1885542	2199953	1793311	1132139
TOTAL ASSETS	15605230	17537065	19394519	18125970	13537730
E	6775849	6877974	6624758	4344077	986605
COL	726923	822747	1089722	1068948	751184
NCOL	43607	41790	42657	43140	40407
IBD	8058851	9794554	11637382	12669805	11759534
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	15605230	17537065	19394519	18125970	13537730
NOA	13236087	14786986	16062187	15220571	11614000
FA	1598613	1885542	2199953	1793311	1132139
TOTAL	14834700	16672528	18262140	17013882	12746139
E	6775849	6877974	6624758	4344077	986605
IBD	8058851	9794554	11637382	12669805	11759534
TOTAL	14834700	16672528	18262140	17013882	12746139

Vedlegg 16: Farstad reformulert resultatregnskap

Farstad Reformulated Income Statement (NOK 1000)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Revenue	3709941	3998418	4352040	3998347	2673384
Other operating income	-6169	15793	31913	12767	14174
Operating expense	-2397574	-2490280	-2742490	-2648057	-2177440
EBITDA	1306198	1523931	1641463	1363057	510118
Depreciation + Impairment	-575928	-654407	-856143	-2176822	-3616043
EBIT	730270	869524	785320	-813765	-3105925
Tax	-12866	-19847	-1343	-83638	-79834
+/- Tax-shield from NFE	-671320,72	-697278,4	-740472,3	-714975,39	-544360
Total operating income	-684186,72	-717125,4	-741815,3	-798613,39	-624194
NOPAT	46083,28	152398,6	43504,7	-1612378,39	-3730119
fin ex	-405573	-589553	-792318	-1272558	-414534
+/- Tax-shield from NFE	671320,72	697278,4	740472,3	714975,39	544360
Profit	311831	260124	-8341	-2169961	-3600293
Tax rate	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %
Profit	311831	260124	-8341	-2169961	-3600293

Vedlegg 17: DESS balanseregnskap

DESS Balance Sheet (USD 1000)		2012	2013	2014	2015	2016
Assets						
Non-current assets						
Property, plant, equipment						
Vessels	ONCA	426751	162820	519074	446516	635572
Vessels under finance lease contracts	ONCA	212225	35648	22420	16335	66964
Equipment and vehicle	ONCA	822	257	519	393	798
Total property, plant and equipment		639798	198725	542013	463244	703334
Other long-term receivables	ONCA	687	0			
Deferred income tax	ONCA	605	32			
Investments accounted for using the equity method	FA	1194	113814	115718	31637	
CIRR deposit	FA	35558	27070	19487	13258	9459
Loans to related parties	FA	0	7448	7678		
Pensions	FA				45	
Total non-current assets		677842	347089	684896	508184	712793
Current assets						
CIRR deposit short term portion	FA	5215	5215	3176	2684	3366
Financial derivatives	FA			143		
Inventories	OCA	2679	1372	2322	2108	3538
Trade receivables	OCA	30010	22323	21661	10012	9852
Other short-term receivables	OCA	9541	13989	4965	3979	6264
Loans to related parties	FA	0	15000	35192	15000	1424
Cash and cash equivalents	FA	40423	31693	47289	74186	51202
Total current assets		87868	89592	114748	107969	75646
Total assets		765710	436681	799644	616153	788439
Equity						
Capital and reserves attributable to equity holders of the company						
Share capital	E	2544	2544	5224	5224	5827
Share premium	E	6878	6878	200796	200796	205341
Other paid in capital	E	1934	1807	1654	1486	2145
Retained earnings and currency translation reserves	E	145653	245991	235474	84078	-83713
Total equity		157009	257220	443148	291584	129600
Liabilities						
Non-current liabilities						
Bank borrowings	IBD	278426	90790	274803	185415	518020
Finance lease liability	IBD	163487	25423	23974	20825	74663
CIRR Loan	IBD	35509	27070	19487	13258	9459
Borrowings from related parties	IBD	25000	0			12238
Deferred gain on sale and finance leaseback	NCOL	25984	4910			
Deferred gain on CIRR Loan	NCOL	1173	916	690	401	299
Other long term liabilities	IBD	361	0			
Pension scheme	IBD	195	20	267		
Financial derivatives	IBD	1435	786	386		
Total non-current liabilities		531570	149915	319607	219899	614679
Current liabilities						
Trade and other payables	COL	23667	5554	11684	6200	15852
Current income tax liabilities	COL	1266	0			
Bank borrowings	IBD	26447	10805	18027	91378	22271
Finance lease liability	IBD	15655	6114	3832	4065	1207
CIRR Loan	IBD	5215	5215	3176	2684	3366
Loans from third party	IBD					1344
Deferred gain on sale and finance leaseback	COL	4488	982			
Deferred gain on CIRR Loan	COL	170	170	170	122	120
Financial derivatives	IBD	225	706		221	
Total current liabilities		77133	29546	36889	104670	44160
Total liabilities		608703	179461	356496	324569	658839
Total equity and liabilities		765712	436681	799644	616153	788439

Vedlegg 18: DESS resultatregnskap

DESS Income Statement (USD 1000)	2012(restated)	2013	2014	2015	2016
Sales - freight revenue	42552	59089	88050	70155	32594
Management fee income from related parties			3650	3038	2676
Operating expenses vessels	-18696	-23255	-34935	-27354	-23302
Other operating expenses			-11036	-9519	-9101
Operating leases	0	-4475	-5576		
Depreciation related to vessels	-12140	-12781			
Share of (loss)			3149	-60924	-19351
Other gains/(losses) - net			325	401	6975
Other write offs			-3013	-659	
Loss from sale of vessels					-17337
EBITDA	11716	18578	40614	-24862	-26846
Depreciation and impairment related to vessels			-27801	-82949	-29770
Impairment related to vessels					-92361
Other depreciation	-179	-143	-144	-225	-238
Impairment of investment in Joint Venture 3				-30894	
Other income	0	589			
Administrative expenses	-8359	-7735			
EBIT	3178	11289	12669	-138930	-149215
Finance income	349	769	1176	1124	919
Other losses/gains - net	1326	1052			
Currency gains /losses	713	2570	-4879	-1295	-1095
Finance costs	-9271	-8842	-9701	-12246	-18558
Net Financial items			-13404	-12417	-18734
Total other items	-6883	-4451			
Share of profit of investments	391	724			
(Loss)/Profit before income tax	-3314	7562	-735	-151347	-167949
Income tax expenses	-908	-379	-161	-175	-154
(Loss)/Profit for the year	-4222	7183	-896	-151522	-168103

Vedlegg 19: DESS Reformulert balanseregnskap

DESS Reformulated Balance Sheet (USD 1000)	2012	2013	2014	2015	2016
ONCA	641090	198757	542013	463244	703334
OCA	42230	37684	28948	16099	19654
TOTAL OPERATING	683320	236441	570961	479343	722988
FA	82390	200240	228683	136810	65451
TOTAL ASSETS	765710	436681	799644	616153	788439
E	157009	257220	443148	291584	129600
COL	29591	6706	11854	6322	15972
NCOL	27157	5826	690	401	299
IBD	551955	166929	343952	317846	642568
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	765712	436681	799644	616153	788439
NOA	626572	223909	558417	472620	706717
FA	82390	200240	228683	136810	65451
TOTAL	708962	424149	787100	609430	772168
E	157009	257220	443148	291584	129600
IBD	551955	166929	343952	317846	642568
TOTAL	708964	424149	787100	609430	772168

Vedlegg 20: DESS reformulert resultatregnskap

DESS Reformulated Income Statement (USD 1000)	2012	2013	2014	2015	2016
Revenue	42552	59089	88050	70155	32594
Other operating income	0	589	3975	3439	9651
Operating expense	-27055	-35465	-51547	-36873	-49740
EBITDA	15497	24213	40478	36721	-7495
Depreciation + Impairment	-12319	-12924	-30958	-114727	-122369
EBIT	3178	11289	9520	-78006	-129864
Tax	-908	-379	-161	-175	-154
+/- Tax-shield from NFE	-7575,4	-9930,2	-13917,69	-9955,71	-12435
Total operating income	-8483,4	-10309,2	-14078,69	-10130,71	-12589
NOPAT	-5305,4	979,8	-4558,69	-88136,71	-142453
fin ex	-6492	-3727	-10255	-73341	-38085
+/- Tax-shield from NFE	7575,4	9930,2	13917,69	9955,71	12435
Profit	-4222	7183	-896	-151522	-168103
Tax rate	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %

Vedlegg 21: Suspenderte Covenants Solstadgruppen

Solstad on a consolidated basis:

- Borrower Minimum liquidity of NOK 400 million,
- Working capital minimum NOK 100 million.
- When calculating working capital, next 12 months installments (including balloon payments) on long term debt, to be excluded when calculating current debt.
- Book equity minimum NOK 1,500 million.
- The above covenants are suspended as per bondholder meeting 19.12.2018, until 20.06.2019. (side 38-39, 2018 rapport)
- Solstad Silo Solstad Rederi Group on a consolidated basis: Minimum liquidity covenant NOK 200 million Solstad Offshore Asia Pacific on a consolidated basis: Minimum liquidity covenant USD 9.5 million The market value of the vessels (MVC) shall be at least 100 % of the outstanding debt. The above covenants are suspended as per suspension agreements with its financial creditors dated 19.12.2018, until 20.06.2019.
- Solship Invest 1 Silo Solship Invest 1 AS:
- Minimum liquidity covenant NOK 4 million
- Rem Ship AS: Minimum liquidity covenant NOK 125 million
- SOFO Skude AS: Minimum liquidity covenant NOK 4 million
- SOFO Falnes AS: Minimum liquidity covenant NOK 4 million
- Rem Supply AS: Minimum liquidity covenant NOK 8 million
- SOFO Tonjer AS: Minimum liquidity covenant NOK 4 million
- The Solship Invest 1 Silo are in compliance with the above covenants as per 31.12.2018, until 20.06.2019.

Farstad Silo Farstad Shipping AS on a consolidated basis:

- Debt Service Cover Ratio (DSCR): Requirement > 1 Farstad Shipping AS on a consolidated basis: Minimum liquidity covenant NOK 250 million Farstad Subsea AS on a consolidated basis: DSCR>1

Farstad Subsea AS on a consolidated basis:

- Minimum liquidity covenant of NOK 20 million at all times. The above covenants are suspended as per suspension agreements with its financial creditors dated 19.12.2018, until 20.06.2019.

Solship Invest 3 Silo Solship Invest 3 AS on a consolidated basis

- Minimum liquidity requirement: The higher of MUS\$ 20 and 5 % of the Total Debt Positive working capital in Solship Invest 3 AS on a consolidated basis, and in the respective shipowning entities The market value of the vessels (MVC) shall be at least 100 % of the outstanding debt. The above covenants are temporarily suspended and the minimum liquidity covenant temporary reduced to USD 12,5 until 31.12.2019. The Solship Invest 3 Silo is in compliance with the reduced covenant as per 31.12.2018.